



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2019

---

## **Neuordnung der Finanzmarktregulierung in der Schweiz**

Fahrländer, Lukas

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-197306>

Journal Article

Originally published at:

Fahrländer, Lukas (2019). Neuordnung der Finanzmarktregulierung in der Schweiz. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), 31(4):225-245.

## Aufsätze

Lukas Fabrländer<sup>\*)</sup>

### Neuordnung der Finanzmarktregulierung in der Schweiz

*Der Beitrag vermittelt einen Überblick über die Neuordnung der Finanzmarktregulierung in der Schweiz, welche im Nachgang zur Finanzmarktkrise eine fundamentale Umgestaltung erfahren hat. Voraussichtlich am 1. 1. 2020 werden das Finanzinstitutsgesetz (FINIG) und das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) in Kraft treten. Sie bilden zusammen mit dem Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) und dem bereits vor der Finanzkrise beschlossenen Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) die Grundpfeiler einer neu sektorübergreifenden Regelung des Schweizer Finanzmarktrechts. Der Beitrag soll dabei auch die Gemeinsamkeiten und Unterschiede des schweizerischen Rechts zum europäischen und deutschen Recht aufzeigen.*

#### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Überblick über die neue Schweizer Finanzmarktregulierung
- III. Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG)
  - 1. Gegenstand, Zweck und Anwendungsbereich
  - 2. Finanzmarktinfrastrukturen
    - 2.1 Handelsplätze
    - 2.2 Zentrale Gegenparteien
    - 2.3 Zentralverwahrer
    - 2.4 Transaktionsregister
    - 2.5 Zahlungssysteme
  - 3. Marktverhaltensregeln
    - 3.1 Handel mit Derivaten
    - 3.2 Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote
    - 3.3 Insiderhandel und Markt- bzw. Kursmanipulation

- IV. Finanzinstitutsgesetz (FINIG)
  - 1. Gegenstand, Zweck und Anwendungsbereich
  - 2. Finanzinstitute
  - 3. Unabhängige Vermögensverwalter im Besonderen
- V. Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG)
  - 1. Gegenstand, Zweck und Anwendungsbereich
  - 2. Kundensegmentierung
  - 3. Verhaltens- und Organisationspflichten
    - 3.1 Keine allgemeine Sorgfalts- und Treuepflicht
    - 3.2 Transaktionsbezogene und portfoliobezogene Anlageberatung
    - 3.3 Retrozessionen
  - 4. Prospektrecht
    - 4.1 Prospektpflicht
    - 4.2 Prüfung des Prospekts
    - 4.3 Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts
    - 4.4 Zivilrechtliche Prospekthaftung
  - 5. Strafbestimmungen
- VI. Entwicklungen im Bereich FinTech
- VII. Fazit

#### I. Einleitung

Als Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise von 2008 sowie dem internationalen Trend folgend erfuhr das schweizerische Finanzmarktrecht in den letzten Jahren eine fundamentale Umgestaltung. Voraussichtlich am 1. 1. 2020 werden das Finanzinstitutsgesetz (FINIG) und das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) in Kraft treten; sie bilden die beiden letzten Pfeiler der neuen Architektur der Finanzmarktgesetzgebung.<sup>1)</sup> Dies

<sup>\*)</sup> Dr. iur., Rechtsanwalt, Habilitand an der Universität Zürich

1) Illustrativ zum Begriff der „Architektur“ des Finanzmarktrechts Nobel, BJM 2015, 129, 129 f.

soll zum Anlass genommen werden, um die Neuordnung der Finanzmarktregulierung in der Schweiz aufzuzeigen. Nach einem Überblick über das neue Finanzmarktrecht (nachfolgend II) wird vertieft auf das Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG), das FINIG und das FIDLEG eingegangen (nachfolgend III bis V). Danach werden weitere Neuerungen im Bereich Finanztechnologie (FinTech) beleuchtet (nachfolgend VI). Bei der Formulierung der neuen Gesetze hat sich der Gesetzgeber an internationale Standards und an die europäische Finanzmarktregulierung angelehnt, mit dem Ziel, den Drittstaatenzugang für Schweizer Finanzmarktinfrastrukturen und Finanzdienstleister zum Europäischen Binnenmarkt zu gewährleisten.<sup>2)</sup> Dabei wurde europäisches Recht aber nicht unbescheiden übernommen; um die Eigenheiten des Schweizer Finanzmarkts angemessen zu berücksichtigen, ist der Gesetzgeber in diversen Punkten bewusst von der europäischen Regulierung abgewichen.<sup>3)</sup> Entsprechend sollen in diesem Beitrag auch die Gemeinsamkeiten und Unterschiede des schweizerischen Rechts zum europäischen und deutschen Recht aufgezeigt werden.

## II. Überblick über die neue Schweizer Finanzmarktregulierung

Die Aufarbeitung der Auswirkungen der Finanzmarktkrise von 2008 und verschiedener Skandale<sup>4)</sup> hat diverse Regulierungslücken im Schweizer Finanzmarktrecht offenbart.<sup>5)</sup> Nach ersten Sofortmaßnahmen zur Krisenbewältigung<sup>6)</sup> beschloss der Gesetzgeber daher eine umfassende Neuregelung der Finanzmarktgesetzgebung.<sup>7)</sup> Diese besteht aus vier Pfeilern, weshalb sinnbildlich von der „Kleeblattreform“ gesprochen wird:<sup>8)</sup> dem bereits vor der Finanzkrise beschlossenen und am 1. 1. 2009 in Kraft getretenen Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG),<sup>9)</sup> dem am 1. 1. 2016 in Kraft getretenen FinfraG<sup>10)</sup> sowie dem FINIG<sup>11)</sup> und dem FIDLEG,<sup>12)</sup> die beide am 1. 1. 2020 in Kraft treten sollen.<sup>13)</sup> Betrachtet man die neuen Gesetze, ist auffällig, dass die darin enthaltenen Regelungen größtenteils nicht unmittelbar krisenauslösende Sachverhalte betreffen. Vielmehr hat die Finanzkrise gleichsam als Katalysator gewirkt; der Gesetzgeber nutzte die Gelegenheit der Aufarbeitung der Krise („Window of Opportunity“), um andere Regulierungslücken zu schließen.<sup>14)</sup> So bezweckt das Reformprojekt insbesondere eine Verbesserung des Kundenschutzes, die Schaffung eines Level Playing Fields für die verschiedenen Finanzintermediäre und eine Angleichung des Schweizer Rechts an internationale Standards mit dem Ziel der Sicherstellung des Drittstaatenzugangs zum Europäischen Binnenmarkt.<sup>15)</sup>

Neben diversen inhaltlichen Neuerungen besteht das Hauptmerkmal der Reform darin, dass sie eine sektorübergreifende Regelung für Finanzmarktinfrastrukturen, Finanzinstitute und Finanzdienstleistungen einführt.<sup>16)</sup> Damit wollte sich der Gesetzgeber von der bisherigen sektorspezifischen Regelung verabschieden, welche die Aufsicht über Banken, Börsen und Effektenhändler sowie kollektive Kapitalanlagen in eigenständigen Gesetzen regelt (sog. „Säulenmodell“). Dieser Paradigmenwechsel ist jedoch nicht vollständig gelungen. So wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens entschieden, das Banken-

gesetz (BankG)<sup>17)</sup> beizubehalten und die Banken nicht dem FINIG zu unterstellen.<sup>18)</sup> Zudem sind die Finanzmarktprodukte zumindest teilweise weiterhin in Einzelgesetzen geregelt,<sup>19)</sup> so im Obligationenrecht (OR),<sup>20)</sup> im Pfandbriefgesetz (PfbG)<sup>21)</sup> und im Kollektivanlagengesetz (KAG).<sup>22)</sup> Nach wie vor zu beachten ist schließlich das Geldwäschereigesetz (GwG),<sup>23)</sup> das bereits unter bisherigem Recht sektorübergreifend für sämtliche (auch nicht prudenziell beaufsichtigte) Finanzintermediäre gilt. Mit Inkrafttreten der neuen Gesetze aufgehoben wird dagegen das Börsengesetz (BEHG),<sup>24)</sup> dessen Inhalt in das FinfraG, FINIG und FIDLEG überführt wird.

2) Früher wurde der Entscheid, ob und wie Finanzdienstleistern aus Drittstaaten Marktzugang zu gewähren ist, weitgehend den EU-Mitgliedstaaten überlassen. Im Nachgang zur Finanzkrise ist die EU dazu übergegangen, den Zugang für Drittstaaten zum Europäischen Binnenmarkt in den verschiedenen Finanzmarktgesetzen für das gesamte Unionsgebiet verbindlich zu regeln (sog. Drittstaatenregimes), vgl. dazu *Contratto*, SZW 2018, 653, 656 ff.; *Emmenegger/Bigler*, SZW 2019, 155; *Lehmann/Zetzsche*, in: *Zetzsche/Lehmann*, Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen, 2018, S. 75; *Pagliari*, 35(4) Journal of European Integration (2013), 391; *Quaglia*, 38 West European Politics (2015), 167; zum Drittstaatenzugang aus Schweizer Sicht unten III 1. und V 1.

3) S. dazu etwa *Sethe*, SZW 2014, 615; *Sethe*, in: *Gericke*, Private Equity VI, 2018, S. 135; *Weber/Sethe*, SJZ 2014, 569.

4) Zu nennen sind insbesondere die Betroffenheit des Schweizer Finanzplatzes durch den Betrugsfall des amerikanischen Investors *Bernard L. Madoff* und der durch Schweizer Finanzintermediäre erfolgte Vertrieb von kapitalgeschützten strukturierten Produkten der Bank Lehman Brothers, über die 2008 der Konkurs eröffnet wurde.

5) S. die Berichte der FINMA zu Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten v. 2. 3. 2010 sowie zur Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden von Oktober 2010 und v. 24. 2. 2012; dazu *Zulauf*, SZW 2011, 265.

6) S. dazu die Überblicke bei *Fahrländer*, ZBB 2011, 222; *Nobel*, SZW 2018, 588, und *Sethe*, ZBB 2011, 106.

7) Vgl. die Überblicke über das Reformprojekt bei *Bärtschi*, SZW 2014, 459; *Bösch/Kramer*, SJZ 2014, 249; *Nobel*, BJM 2015, 129; *Roth*, SZW 2014, 608.

8) *Kunz*, Die Volkswirtschaft 2014, 18; *Spillmann/Meyer*, in: *Reutter/Werlen*, Kapitalmarkttransaktionen X, 2016, S. 7, 8; *Zulauf*, in: *Uhlmann*, Private Normen und staatliches Recht, 2015, S. 61, 62.

9) Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht v. 22. 6. 2007, SR 956.1.

10) Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel v. 19. 6. 2015, SR 958.1.

11) Bundesgesetz über die Finanzinstitute v. 15. 6. 2018, BBl 2018, 3557.

12) Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen v. 15. 6. 2018, BBl 2018, 3615.

13) Das FINIG und das FIDLEG wurden am 15. 6. 2018 vom Parlament verabschiedet. Nach Angabe des zuständigen Departements ist ein Inkrafttreten am 1. 1. 2020 geplant. Ob dieses Datum definitiv ist, war im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags noch unklar.

14) *Baisch*, in: *Grosz/Grünwald*, Festschrift Weber, 2016, S. 295, 296; *Bösch*, SZW 2018, 451, 457; *Sethe*, SZW 2018, 605, 607 f.

15) Statt vieler *Roth*, SZW 2014, 608, 608 f.

16) *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 4. Aufl., 2019, § 10 Rz. 29 ff.; *Roth*, SZW 2014, 608, 608 f.; *Sethe*, in: *Sethe et al.*, Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz, 2017, Einleitung Rz. 2 ff.

17) Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen v. 8. 11. 1934, SR 952.0.

18) Begründet wurde dies mit der Befürchtung, eine Überführung des BankG in das FINIG könnte eine unbeabsichtigte Änderung der Regulierung für Banken auslösen, *Sethe* (Fußn. 3), S. 156 Fußn. 81. Ebenfalls nicht dem FINIG unterstellt sind Versicherungsunternehmen, deren Aufsicht weiterhin im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) geregelt ist, welches nach Art. 1 Abs. 1 FINMAG als Finanzmarktgesetz gilt.

19) Die Prospektspflicht beim Anbieten von Finanzprodukten ist neu jedoch sektorübergreifend im FIDLEG geregelt, s. unten V 4.

20) Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) v. 30. 3. 1911, SR 220.

21) Pfandbriefgesetz v. 25. 6. 1930, SR 211.423.4.

22) Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen v. 23. 6. 2006, SR 951.31. Während der Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen im bisherigen Recht umfassend im KAG geregelt ist, werden die vertriebsbezogenen Verhaltenspflichten in Zukunft im FIDLEG enthalten sein; im KAG verbleiben werden jedoch die produktbezogenen Anforderungen; eingehend zum Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen unter dem zukünftigen Recht *Abegglen/Wettstein*, SZW 2018, 131.

23) Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung v. 10. 10. 1997, SR 955.0.

24) Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel v. 24. 3. 1995, SR 954.1.

Vergleicht man die neue schweizerische Gesetzessystematik mit jener in Deutschland und in der EU, fallen verschiedene Gemeinsamkeiten und Unterschiede auf: In der Schweiz sind wie in Deutschland die prudenzielle Aufsicht über Finanzinstitute (FINIG und BankG bzw. KWG) und die Wohlverhaltenspflichten für Finanzdienstleister gegenüber ihren Kunden (FIDLEG bzw. WpHG) in verschiedenen Gesetzen geregelt, während in der EU beide Materien in der MiFID II<sup>25)</sup> enthalten sind. Hingegen ist die Regelung des Betriebs von Handelsplätzen und die Regelung sämtlicher marktbezogener Pflichten (Börsenfolgepflichten und Übernahmerecht) in der Schweiz in einem einzigen Gesetz enthalten (FinfraG), derweil diese Regelungen in Deutschland (BörsG und WpHG sowie WpÜG) und in der EU (MiFID II und TransparenzRL,<sup>26)</sup> MarktmissbrauchsVO<sup>27)</sup> sowie ÜbernahmeRL<sup>28)</sup>) auf verschiedene Erlasse verteilt sind. Schließlich ist das Prospektrecht in der Schweiz zusammen mit den Verhaltenspflichten von Finanzdienstleistern im FIDLEG enthalten, während in Deutschland (WpPG) und in der EU (ProspektVO)<sup>29)</sup> dafür separate Erlasse bestehen.

Gleichsam als „Dachgesetz“ über die übrigen schweizerischen Finanzmarktgesetze fungiert das FINMAG, welches die Organisation und die Aufsichtsinstrumente der Eidgenössischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FINMA) regelt (vgl. Art. 1 FINMAG). Mit der FINMA verfügt die Schweiz seit 2009 über eine integrierte Aufsichtsbehörde über den gesamten Finanzmarkt.<sup>30)</sup> Der prudenziellen Aufsicht der FINMA unterstehen alle Personen, die nach den Finanzmarktgesetzen eine Bewilligung benötigen (Art. 3 FINMAG). Das FINMAG sieht in Art. 29 ff. diverse Aufsichtsinstrumente und Sanktionen vor. Zentral ist dabei die Generalklausel von Art. 31 FINMAG, wonach die FINMA für die Wiederherstellung des ordnungsgemäßen Zustands zu sorgen hat, wenn ein Beaufchtigter die Bestimmungen eines Finanzmarktgesetzes verletzt oder sonstige Missstände bestehen. Weitere mögliche Sanktionen sind etwa das Berufs- bzw. Tätigkeitsverbot, die Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung („Naming and Shaming“), die Gewinneinziehung oder – als Ultima Ratio – der Entzug der Bewilligung. Im Gegensatz zu den meisten ausländischen Aufsichtsbehörden hat die FINMA jedoch keine Kompetenz zur Auferlegung von Bußen.<sup>31)</sup> Im Bereich der Systemstabilität besteht eine Zusammenarbeit der FINMA mit der Schweizerischen Nationalbank (SNB; sog. „Komplementärmodell“).<sup>32)</sup> So ist die SNB etwa für die Überwachung von systemisch bedeutsamen Finanzmarktinfrastrukturen (Art. 19 ff. NBG)<sup>33)</sup> und für die Bezeichnung der systemrelevanten Banken (Art. 8 Abs. 3 BankG) zuständig.

Beim Schweizer Finanzmarktrecht handelt es sich um eine prinzipienbasierte Regulierung.<sup>34)</sup> Entsprechend sind die Finanzmarktgesetze als Rahmengesetze konzipiert. Die nötigen Konkretisierungen sind zunächst in Ausführungsverordnungen enthalten. Ein weiteres wichtiges Regulierungsinstrument stellen auch im revidierten Recht die Rundschreiben der FINMA über die Anwendung der Finanzmarktgesetzgebung dar (vgl. Art. 7 Abs. 1 lit. b FINMAG). Obwohl es sich dabei um rechtlich unverbindliche Verwaltungsverordnungen handelt, kommt ihnen große Bedeutung zu, weil die FINMA darin ihre Praxis darlegt.<sup>35)</sup> Die FINMA-Rundschreiben entsprechen den Rundschreiben der BaFin im deutschen Recht.

Schließlich hat im schweizerischen Finanzmarktrecht die Selbstregulierung nach wie vor eine wichtige Bedeutung;<sup>36)</sup> dies im Unterschied zum europäischen Recht, wo ein Trend zu weniger Selbstregulierung zu beobachten ist.<sup>37)</sup> Im Schweizer Recht wird bewusst daran festgehalten, weil sie sich bewährt hat.<sup>38)</sup> Die Stellung der Selbstregulierung innerhalb des Normengefüges des Finanzmarktrechts wurde durch ihre explizite Verankerung in Art. 7 Abs. 3 FINMAG sogar noch gestärkt; danach hat die FINMA die Selbstregulierung zu unterstützen und kann diese im Rahmen ihrer Aufsichtsbefugnisse als Mindeststandard anerkennen und durchsetzen.<sup>39)</sup> Das Selbstregulierungsprinzip gilt beispielsweise bei der Regulierungs- und Überwachungsorganisation der Handelsplätze (Art. 27 ff. FinfraG).<sup>40)</sup> Weitere Beispiele sind die laufende Aufsicht über externe Vermögensverwalter und Trustees sowie die Prüfung von Emissionsprospekten, welche in Zukunft durch private Aufsichtsorganisationen (AO; Art. 61 Abs. 2 FINIG) bzw. durch private Prüfstellen (Art. 52 FIDLEG) wahrgenommen werden.<sup>41)</sup>

### III. Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG)

#### 1. Gegenstand, Zweck und Anwendungsbereich

Das FinfraG regelt die Organisation und den Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen sowie die Verhaltenspflichten der Finanzmarktteilnehmer beim Effekten- und Derivatehandel (Art. 1 Abs. 1 FinfraG). Dadurch soll die Funktionsfähigkeit und Transparenz der Effekten- und Derivatemärkte, die Stabilität des Finanzsystems, der Schutz der Finanzmarktteilnehmer sowie die Gleichbehandlung der Anleger gewährleistet werden (Art. 1 Abs. 2 FinfraG). Ausführungsbestimmungen dazu finden sich in der Finanzmarktinfrastukturverordnung des Bundesrates (FinfraV),<sup>42)</sup> der Finanzmarktinfrastukturverordnung der FINMA

25) RL 2014/65/EU, ABl Nr. L 173/349 v. 12. 6. 2014.

26) RL 2013/50/EU, ABl Nr. L 294/13 v. 6. 11. 2013.

27) VO (EU) 596/2014, ABl Nr. L 173/1 v. 12. 6. 2014.

28) RL 2004/25/EG, ABl Nr. L 142/12 v. 30. 4. 2004.

29) VO (EU) 2017/1129, ABl Nr. L 168/12 v. 30. 6. 2017.

30) Vgl. zur FINMA *Nobel* (Fußn. 16), § 5; *Weber/Geiger/Breining-Kaufmann/Schmitz/Trott*, Integrierte Finanzmarktaufsicht, 2006; *Zufferey/Contratto*, FINMA – The Swiss Financial Market Supervisory Authority, 2009; *Zulauf* et al., Finanzmarktenforcement, 2. Aufl., 2014.

31) Eingehend dazu *Zulauf* et al. (Fußn. 30), S. 282 ff.

32) Dazu *Fahrländer*, in: *Bovet*, Finanzmarktaufsicht/Surveillance des marchés financiers, 2016, Rz. 41 f.; *Nobel* (Fußn. 16), § 4 Rz. 197 ff., 311 ff.

33) Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank v. 3. 10. 2003, SR 951.11.

34) Dazu *Senn*, SZW 2011, 249, 259; *Weber/Baumann*, Jusletter 21. 9. 2015, Rz. 98 ff.

35) Die Regulierungstätigkeit der FINMA ist in den letzten Jahren vermehrt in die Kritik geraten, insbesondere im Hinblick auf das Legalitäts- und das Verhältnismäßigkeitsprinzip, vgl. dazu etwa *Kunz*, Jusletter 7. 5. 2018, Rz. 1 ff.; *Bühler*, SJZ 2014, 25. Als Reaktion darauf hat der Schweizer Bundesrat am 1. 5. 2019 die Vernehmlassung über eine neue Verordnung zum FINMAG eröffnet, welche u. a. die Regulierungstätigkeit der FINMA weiter konkretisieren soll.

36) Zur Stellung der Selbstregulierung in den neuen Finanzmarktgesetzen *Zulauf* (Fußn. 8), S. 61 ff.; vgl. auch grundsätzlich *Zysset*, Selbstregulierung im Finanzmarktrecht, 2017.

37) Zu den Gründen *Sethe* (Fußn. 16), Einleitung Rz. 67.

38) Botschaft zum Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG) v. 3. 11. 2014, BBl 2014, 7483, 7510. Zu den Grenzen der Selbstregulierung *Zobl/Kramer*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, 2004, Rz. 93, 928; *Winzler*, in: *Sester* et al., St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, 2018, § 7 Rz. 1 ff.

39) Dazu *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 58 ff.

40) S. unten III 2.1.

41) S. unten IV 3 und V 4.2.

42) Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel v. 25. 11. 2015, SR 958.11.

(FinfraV-FINMA)<sup>43)</sup> sowie – in Bezug auf öffentliche Kaufangebote – in der Übernahmeverordnung (UEV).<sup>44)</sup> Zudem sind neben diversen Rundschreiben der FINMA insbesondere auch die Selbstregulierungserlasse der Börsen zu beachten.

Zwar haben Finanzmarktinfrastrukturen in der Finanzkrise weitgehend funktioniert. Die Krise hat jedoch das Risikobewusstsein geschärft und die Notwendigkeit zur Berücksichtigung ausgeprägter Stresssituationen vor Augen geführt. Zudem hat die Krise aufgezeigt, dass die mangelnde Transparenz und ungenügende Besicherung auf den OTC-Derivatemarkten aufgrund ihrer starken internationalen Vernetzung sowie der großen Handelsvolumen und Ausfallrisiken die Stabilität des ganzen Finanzsystems gefährden können.<sup>45)</sup> Daher haben internationale Organisationen die bisherigen Standards für Finanzmarktinfrastrukturen überarbeitet und neue Standards für die Verbesserung der Transparenz und der Stabilität im außerbörslichen Handel mit Derivaten geschaffen.<sup>46)</sup>

Mit dem FinfraG hat die Schweiz diese neuen internationalen Standards umgesetzt. Ein wichtiges Ziel der Neuordnung war zudem der Erhalt des Zugangs der Schweizer Finanzmarktinfrastrukturen zum Europäischen Binnenmarkt, welcher für Drittstaaten die Äquivalenz der Finanzmarktregulierung voraussetzt.<sup>47)</sup> Um das Äquivalenzerfordernis zu erfüllen, hat sich der Schweizer Gesetzgeber weitgehend an der Regulierung in EMIR,<sup>48)</sup> MiFID II/MiFIR<sup>49)</sup> und CSDR<sup>50)</sup> orientiert.<sup>51)</sup> In einzelnen Bereichen hat bereits eine Gleichwertigkeitsanerkennung durch die Europäische Kommission stattgefunden, so insbesondere in Bezug auf die Regulierung der zentralen Gegenparteien (vgl. Art. 25 Abs. 6 EMIR).<sup>52)</sup> Dass die Frage der Äquivalenz jedoch nicht nur eine rechtstechnische, sondern auch eine politische ist, und kein Anspruch auf eine Anerkennung besteht,<sup>53)</sup> zeigt sich aktuell im Bereich der Handelsplätze: Zwar hat die EU-Kommission bereits im Jahr 2017 die Gleichwertigkeit der Börsenregulierung im FinfraG mit jener im europäischen Recht (vgl. Art. 23 Abs. 1 MiFIR i. V. m. Art. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II) festgestellt.<sup>54)</sup> Sie hat deren Anerkennung jedoch zunächst nur befristet bis Ende 2018 erteilt und eine Verlängerung mit Fortschritten in Bezug auf den Abschluss eines institutionellen Rahmenabkommens zwischen der Europäischen Union und der Schweiz verknüpft.<sup>55)</sup> Später hat die Kommission die Äquivalenzanerkennung bis zum 30. 6. 2019 verlängert.<sup>56)</sup> Ein nochmaliger Verlängerungsbeschluss wurde in der Folge mangels Fortschritten bei den institutionellen Fragen (vorerst) nicht gefällt,<sup>57)</sup> weshalb die Anerkennung der Börsenäquivalenz am 30. 6. 2019 automatisch auslief. Für diesen Fall hat der Schweizer Bundesrat einen sog. „Plan B“ vorbereitet.<sup>58)</sup>

Der räumliche Anwendungsbereich des FinfraG ist grundsätzlich auf die Schweiz beschränkt. In Bezug auf die Beaufsichtigung von Finanzmarktinfrastrukturen wird an die physische Anwesenheit der zu Beaufsichtigenden in der Schweiz angeknüpft. Dem FinfraG unterstellt sind folglich in der Schweiz ansässige Infrastrukturen sowie solche mit Sitz im Ausland, die aber in der Schweiz eine physische Präsenz unterhalten.<sup>59)</sup> Die Verhaltenspflichten gelten für den schweizerischen Markt, unabhängig davon, ob die betroffene Gesellschaft ihren Sitz in der Schweiz oder im Ausland hat.<sup>60)</sup>

## 2. Finanzmarktinfrastrukturen

Als Finanzmarktinfrastrukturen im Sinne des FinfraG gelten Börsen, multilaterale Handelssysteme, zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer, Transaktionsregister und Zahlungssysteme (Art. 2 lit. a FinfraG). Damit deckt das FinfraG alle Finanzmarktinfrastrukturen gemäß den IOSCO-Prinzipien PFMI<sup>61)</sup> ab, welche es auch innerhalb der EU zu beachten gilt (vgl. Erwägungsgrund 90 EMIR).<sup>62)</sup> Sämtliche Finanzmarktinfrastrukturen benötigen eine Bewilligung der FINMA (Art. 4 Abs. 1 FinfraG). Das FinfraG enthält in Art. 4 ff. zunächst gemeinsame Bewilligungsvoraussetzungen und Pflichten für alle Infrastrukturen, so etwa bezüglich Organisation, Gewähr, Mindestkapital etc. In Art. 26 ff. regelt das Gesetz zudem spezifische Pflichten der einzelnen Infrastrukturen.

### 2.1 Handelsplätze

Das FinfraG fasst die Finanzmarktinfrastrukturen „Börsen“ und „multilaterale Handelssysteme“ unter dem Oberbegriff der Handelsplätze zusammen (Art. 26 lit. a FinfraG) und enthält in Art. 26 ff. gemeinsame Regeln. Als „Börse“ gilt eine Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten,<sup>63)</sup> an der Effekten kotiert<sup>64)</sup> werden und die den gleichzeitigen Austausch

43) Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel v. 3. 12. 2015, SR 958.111.

44) Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote v. 21. 8. 2008, SR 954.195.1.

45) Zum Ganzen Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7490 ff.

46) Für einen Überblick über die internationalen Standards vgl. Brändli, in: Sester et al., St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, 2018, § 2 Rz. 29 ff.; Sethe (Fußn. 16), Einleitung Rz. 21 ff.

47) Zu den Äquivalenzerfordernissen im Geltungsbereich des FinfraG Sethe (Fußn. 16), Einleitung Rz. 33 ff.; generell zum Drittstaatenzugang und zur Äquivalenz aus Schweizer Sicht *Contratto*, SZW 2018, 653; Eggen/Schaefer, GesKR 2013, 368; Emmenegger/Bigler, SZW 2019, 155; Jutzi, AJP 2015, 5; Jutzi/Feuz, Jusletter 25. 4. 2016, Rz. 29 ff.; Sethe, SZW 2014, 615; Sethe, in: Kohte/Absenger, Festschrift Höland, 2015, S. 345; Sethe (Fußn. 3), S. 135 ff.; Weber/Sethe, SJZ 2014, 569; Widmer, in: Epiney/Hehemann, Schweizerisches Jahrbuch für Europarecht 2017/2018, 2018, S. 407; vgl. auch Lehmann/Zetzsche (Fußn. 2), S. 75.

48) VO (EU) 648/2012, ABl Nr. L 201/1 v. 27. 7. 2012.

49) VO (EU) 600/2014, ABl Nr. L 173/84 v. 12. 6. 2014.

50) VO (EU) 909/2014, ABl Nr. L 257/1 v. 28. 8. 2014.

51) Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7509; für einen Überblick über die Abweichungen des FinfraG von der europäischen Regulierung vgl. Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7509 ff.; Favre/Kramer, in: Sethe et al., Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturengesetz, 2017, Vor Art. 93 Rz. 75 ff.

52) Durchführungsbeschluss (EU) 2015/2042, ABl Nr. L 298/42 v. 14. 11. 2015.

53) Vgl. *Contratto*, SZW 2018, 653, 658 f.; Weber/Sethe, SJZ 2014, 569.

54) Eingehend zur Äquivalenz der Börsenregulierung im FinfraG Toni/Hungerbühler, GesKR 2017, 205.

55) Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441, ABl Nr. L 344/52 v. 23. 12. 2017.

56) Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047, ABl Nr. L 327/77 v. 21. 12. 2018.

57) Vgl. NZZ v. 19. 6. 2019, „EU-Kommission gibt der Schweiz den Tarif durch“.

58) Dazu unten III 2.1.

59) Dazu unten III 2.

60) Dazu unten III 3.

61) CPSS-IOSCO, Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI), April 2012.

62) Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7496; Schott, in: Sethe et al., Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturengesetz, 2017, Art. 2 lit. a Rz. 13.

63) Effekten sind vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten (Art. 2 lit. b FinfraG; vgl. auch Art. 2 FinfraV).

64) Als Kotierung gilt die Zulassung einer Effekte zum Handel an einer Börse nach einem standardisierten Verfahren, in dem von der Börse festgelegte Anforderungen an den Emittenten und an die Effekte geprüft werden (Art. 2 lit. f FinfraG). Es müssen jedoch nicht sämtliche an einer Börse gehandelten Effekten zwingend an dieser Börse kotiert sein. Vielmehr können Börsen für die Handelszulassung in bestimmten Segmenten auf eine Kotierung verzichten. Eingehend zum Unterschied zwischen Kotierung und Zulassung zum Handel Fahrländer (Fußn. 32), Rz. 188 ff.

von Angeboten unter mehreren Teilnehmern<sup>65)</sup> sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln<sup>66)</sup> bezweckt (Art. 26 lit. b FinfraG).<sup>67)</sup> Die Legaldefinition des „multilateralen Handelssystems“ (MTF) setzt sich aus denselben Elementen zusammen wie jene der Börse, mit dem einzigen Unterschied, dass MTF Effekten zum Handel zulassen, jedoch keine Kotierung an diesem Handelsplatz erfolgt (Art. 26 lit. c FinfraG).<sup>68)</sup> Derzeit sind zwei schweizerische Börsen (SIX Swiss Exchange AG und BX Swiss AG)<sup>69)</sup> und ein MTF (SIX Repo AG) im Besitz einer Bewilligung der FINMA.<sup>70)</sup>

Ebenfalls geregelt im FinfraG sind die „organisierten Handelssysteme“ (OTF). Als solche gelten gem. Art. 42 FinfraG Einrichtungen zum (lit. a) multilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten sowie den Vertragsabschluss nach diskretionären Regeln bezwecken, (lit. b) multilateralen Handel von Finanzinstrumenten, die keine Effekten sind, die den Austausch von Angeboten sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezwecken, oder (lit. c) bilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten bezwecken.<sup>71)</sup> OTF fallen im Gegensatz zu den Börsen und den MTF jedoch nicht unter den Oberbegriff der „Handelsplätze“ und werden nicht als eigenständige Finanzmarktinfrastrukturen erfasst. Der Gesetzgeber begründete dies damit, dass der Betrieb eines OTF Banken, Wertpapierhäusern und Handelsplätzen vorbehalten bleibt (vgl. Art. 43 Abs. 1 FinfraG), welche bereits als Institut bewilligungspflichtig und demnach vor dem Hintergrund des Anleger- und Funktionsschutzes schon hinreichend reguliert seien.<sup>72)</sup> Den Betreibern von OTF werden jedoch in Art. 43 ff. FinfraG gewisse spezifische Pflichten insbesondere betreffend Organisation und Handelstransparenz auferlegt.

Somit wurde der im früheren Börsengesetz enthaltene unklare und im internationalen Vergleich nicht mehr gebräuchliche Begriff der sog. „börsenähnlichen Einrichtung“ (vgl. Art. 3 Abs. 4 a BEHG) mit Inkrafttreten des FinfraG durch die präziser definierten und besser abgrenzbaren Begriffe des MTF und des OTF ersetzt. Mithin übernahm das FinfraG grundsätzlich die im europäischen Recht vorhandene Dreiteilung der Handelsplattformen. Die Kategorisierung deckt sich jedoch nicht vollständig mit jener des EU-Rechts. So werden im europäischen Recht geregelte Märkte, MTF und OTF unter dem Oberbegriff „Handelsplätze“ zusammengefasst (Art. 4 Abs. 1 Ziff. 24 MiFID II), während OTF im FinfraG nicht unter die „Handelsplätze“ fallen. Weiter umfasst der Begriff des OTF gem. MiFID II nur multilaterale Systeme (Art. 4 Abs. 1 Ziff. 23 MiFID II), während jener im FinfraG auch Einrichtungen für den bilateralen Handel beinhaltet (Art. 42 lit. c FinfraG). Letztere gelten im europäischen Recht als „systematische Internalisierer“ (Art. 4 Abs. 1 Ziff. 20 MiFID II). Die vom FinfraG als OTF erfassten Systeme, die den multilateralen Handel von Finanzinstrumenten, die keine Effekten sind, nach nichtdiskretionären Regeln bezwecken (Art. 42 lit. b FinfraG), gelten schliesslich nach der MiFID II als MTF (Art. 4 Abs. 1 Ziff. 22 MiFID II).<sup>73)</sup>

In Bezug auf das Organisationsrecht der Handelsplätze spielt die Selbstregulierung eine zentrale Rolle. So müssen die Han-

delsplätze eine eigene, ihrer Tätigkeit angemessene Regulierungs- und Überwachungsorganisation gewährleisten (Art. 27 Abs. 1 FinfraG); die entsprechenden Reglements müssen jedoch von der FINMA genehmigt werden (Art. 27 Abs. 4 FinfraG).<sup>74)</sup> Bei der SIX Swiss Exchange sind insbesondere das Organisationsreglement, das Handelsreglement (Zulassung von Teilnehmern) sowie das Kotierungsreglement (Zulassung von Effekten) zu nennen, welche in diversen Richtlinien, Rundschreiben und Weisungen der Börse weiter ausgeführt werden.<sup>75)</sup> Während sich in der Europäischen Union ein Trend zu weniger Selbstregulierung abzeichnet, wurde im FinfraG am bereits unter dem früheren Börsengesetz bestehenden Prinzip der Selbstregulierung von Handelsplätzen festgehalten, weil es sich in der Schweiz bewährt hat. Dies hat zur Folge, dass im Bereich der Regulierung von Handelsplätzen verschiedene Abweichungen zwischen dem FinfraG und der MiFID II bzw. der MiFIR bestehen. So wird in der EU z. B. die Erfüllung der Voraussetzungen für die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel durch die zuständige Aufsichtsbehörde und nicht, wie in der Schweiz, durch den Handelsplatz selber geprüft.<sup>76)</sup>

Wie bereits erwähnt,<sup>77)</sup> hat die Europäische Kommission die Äquivalenzanerkennung der Börsenregulierung im FinfraG einstweilen nur befristet erteilt; am 30. 6. 2019 ist die Anerkennung mangels Verlängerungsbeschlusses automatisch ausgelaufen. Weil die Aberkennung der Äquivalenz ohne Gegenmassnahmen massive Folgen für den Schweizer Finanzplatz hätte,<sup>78)</sup> hat der Schweizer Bundesrat bereits Ende 2018 – im

65) Als Teilnehmer eines Handelsplatzes können Wertpapierhäuser, von der FINMA bewilligte ausländische Teilnehmer, die SNB sowie ggf. weitere von der FINMA nach Art. 3 FINMAG Beauftragte zugelassen werden (Art. 34 Abs. 2 FinfraG).  
66) Als nichtdiskretionär gelten Regeln, die dem Handelsplatz oder dem Betreiber eines organisierten Handelssystems bei der Zusammenführung von Angeboten keinen Ermessensspielraum einräumen (Art. 23 FinfraV).

67) Eingehend zur Legaldefinition der Börse *Daeniker/Waller*, in: Watter/Bahar, Basler Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., 2019, Art. 26 Rz. 8 ff.; *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 66 ff.; *Schott/Sester*, in: Sester et al., St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, 2018, § 22 Rz. 4 ff.; *Schott/Winkler*, in: Sethe et al., Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 2017, Art. 26 Rz. 21 ff.

68) Eingehend zur Legaldefinition der MTF *Daeniker/Waller* (Fußn. 67), Art. 26 Rz. 25 ff.; *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 81 ff.; *Schleiffer/Schärli*, in: Sester et al., St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, 2018, § 22 Rz. 135 ff.; *Schott/Winkler* (Fußn. 67), Art. 26 Rz. 33 ff.

69) Bei der BX Swiss AG (frühere „Berner Börse“) handelt es sich um eine vorwiegend auf nationale KMU zugeschnittene Börse; sie ist seit Anfang 2018 eine 100 %-Tochtergesellschaft der Börse Stuttgart, vgl. <https://www.bxswiss.com/history> (Abruf: 15. 7. 2019).

70) Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte> (Abruf: 15. 7. 2019).

71) Eingehend zur Legaldefinition der OTF *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 83 ff.; *Favre/Kramer* (Fußn. 51), Art. 42 Rz. 18 ff.; *Schären/Dobruauz-Saldapenna/Liebi*, SZW 2016, 194; *Schleiffer/Schärli* (Fußn. 68), § 22 Rz. 147 ff.; *Studer/Vollenweider*, in: Watter/Bahar, Basler Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., 2019, Art. 42 Rz. 6 ff.

72) Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7540.

73) Zum Ganzen *Favre/Kramer* (Fußn. 51), Art. 42 Rz. 12 ff.

74) Eingehend zur Regulierungs- und Überwachungsorganisation der Handelsplätze *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 129 ff.; *Schott/Winkler* (Fußn. 67), Art. 27 Rz. 1 ff.; *Weber/Kronauer/Fahrländer*, in: Habersack/Mülbelt/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl., 2019, Rz. 44.27 ff.

75) Die Börsenreglements sind abrufbar unter <https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/regulation.html> (Abruf: 15. 7. 2019).

76) *Weber/Kronauer/Fahrländer* (Fußn. 74), Rz. 44.29.

77) S. oben III 1.

78) Es wird geschätzt, dass die SIX Swiss Exchange ohne Äquivalenzanerkennung rund die Hälfte des Handelsvolumens in Schweizer Blue Chips (ca. 425 Mrd. CHF) einbüßen würde, vgl. NZZ v. 19. 12. 2017, „Worum es bei der EU-Gleichwertigkeit geht – und was für die Börse auf dem Spiel steht“.

Sinne eines „Plan B“ – gestützt auf verfassungsmässiges Notrecht<sup>79)</sup> eine Verordnung zum Schutz der Schweizer Börseninfrastruktur in Kraft gesetzt.<sup>80)</sup> Diese sieht vor, dass nicht von der FINMA anerkannten ausländischen Handelsplätzen der Handel mit Schweizer Aktien untersagt ist. Aufgrund der (einstweiligen) Nichtverlängerung der Äquivalenzanerkennung hat der Bundesrat den „Plan B“ per 1. 7. 2019 aktiviert, indem er sämtliche EU-Mitgliedstaaten in die Liste der nicht anerkannten Jurisdiktionen aufgenommen hat.<sup>81)</sup> Die FINMA hat diesen Entscheid nachvollzogen und ihre Liste der anerkannten ausländischen Handelsplätze ebenfalls per 1. 7. 2019 angepasst; Handelsplätze in der EU werden darin nicht mehr geführt.<sup>82)</sup> Indem auf diese Weise keine Schweizer Aktien mehr systematisch an einer EU-Börse gehandelt werden dürfen, sollte die Handelspflicht für Aktien gem. Art. 23 Abs. 1 MiFIR nicht mehr greifen. Damit wird beabsichtigt, dass den europäischen Wertpapierfirmen der Handel an der SIX Swiss Exchange trotz fehlender Anerkennung als „gleichwertiger Drittlandhandelsplatz“ weiterhin offen steht.<sup>83)</sup> Ob diese Maßnahme den Handel von Schweizer Aktien an EU-Börsen tatsächlich genügend einschränkt, damit es zu einer Ausnahme von der Handelspflicht kommt, war im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags noch unklar.<sup>84)</sup> Jedenfalls haben diverse europäische Handelsplätze, darunter die Deutsche Börse und die Börse Stuttgart, den Handel mit schweizerischen Wertpapieren am 1. 7. 2019 ausgesetzt.<sup>85)</sup> Daher könnte die Schutzmaßnahme dazu führen, dass die SIX vorübergehend gar an Marktanteilen gewinnt.<sup>86)</sup> Schwierigkeiten gibt es für Kunden von europäischen Banken, die nicht an der SIX als Teilnehmer zugelassen sind,<sup>87)</sup> weil Letztere somit keine Möglichkeit mehr haben, Schweizer Aktien direkt zu handeln.<sup>88)</sup> Wie die längerfristigen Auswirkungen der Aberkennung der Börsenäquivalenz und des „Plan B“ aussehen, bleibt abzuwarten.

Von der soeben geschilderten Anerkennung ausländischer Handelsplätze als Notmaßnahme zu unterscheiden ist die Pflicht zur Einholung einer Anerkennung von Handelsplätzen mit Sitz im Ausland, bevor sie von der FINMA beaufsichtigten Schweizer Teilnehmern direkten Zugang zu ihren Einrichtungen gewähren (Art. 41 Abs. 1 FinfraG). Die Überwachung erfolgt dabei nicht durch die FINMA, sondern direkt durch die zuständige ausländische Aufsichtsbehörde (vgl. Art. 41 Abs. 2 FinfraG). Die Anerkennung durch die FINMA kann entweder im Einzelfall oder generell erfolgen, wenn die FINMA feststellt, dass der Staat, in dem der ausländische Handelsplatz seinen Sitz hat, seine Handelsplätze angemessen reguliert und beaufsichtigt (Art. 41 Abs. 3 FinfraG), was bei Handelsplätzen in der EU der Fall sein dürfte.<sup>89)</sup> Grund für die Unterstellung ausländischer Handelsplätze unter das FinfraG ist die Sicherstellung der Wettbewerbsneutralität bzw. die Verhinderung der Selbstdiskriminierung des Schweizer Finanzplatzes.<sup>90)</sup> Gegenwärtig sind rund 90 ausländische Handelsplätze in der Schweiz anerkannt, darunter auch diverse deutsche Börsen.<sup>91)</sup>

Ebenfalls einer Bewilligung der FINMA bedürfen ausländische Teilnehmer (sog. „Remote Members“), welche an einem Schweizer Handelsplatz teilnehmen wollen (vgl. Art. 34 FinfraG), in der Schweiz aber keinen Sitz haben (Art. 40 Abs. 1 FinfraG).<sup>92)</sup> Derzeit verfügen über 100 ausländische Teilnehmer über eine

Bewilligung, so z. B. die Commerzbank oder die Deutsche Bank.<sup>93)</sup>

## 2.2 Zentrale Gegenparteien

Als zentrale Gegenpartei gilt gem. Art. 48 FinfraG eine Einrichtung, die gestützt auf einheitliche Regeln und Verfahren zwischen Gegenparteien eines Effktengeschäfts oder eines anderen Kontrakts über Finanzinstrumente tritt und somit als Käufer für jeden Verkäufer und als Verkäufer für jeden Käufer fungiert. Damit lehnt sich die Legaldefinition des FinfraG eng an die entsprechenden Begriffe in Art. 2 Ziff. 1 EMIR und Ziff. 1.13 PFMI an.

Zentrale Gegenparteien, die systemisch bedeutsam sind (dazu Art. 22 FinfraG), unterstehen neben der Institutsaufsicht durch die FINMA<sup>94)</sup> zusätzlich einer Systemüberwachung durch die SNB (Art. 83 Abs. 1 FinfraG i. V. m. Art. 19 ff. NBG). Gegenwärtig verfügt mit der SIX x-clear AG eine schweizerische zentrale Gegenpartei über eine Bewilligung der FINMA; diese gilt zudem als systemisch bedeutsam.<sup>95)</sup> Zentrale Gegenparteien mit Sitz im Ausland müssen eine Anerkennung der FINMA einholen, bevor sie (lit. a) beaufsichtigten Schweizer Teilnehmern direkten Zugang zu ihrer Einrichtung gewähren, (lit. b)

79) Art. 184 Abs. 3 Bundesverfassung.

80) Verordnung über die Anerkennung ausländischer Handelsplätze für den Handel mit Beteiligungspapieren von Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz v. 30. 11. 2018, SR 958.2.

81) Vgl. Medienmitteilung des Eidg. Finanzdepartements v. 27. 6. 2019, „Das EFD aktiviert Schutzmassnahme zum Schutz der Börseninfrastruktur“. Die Liste kann abgerufen werden unter <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/57594.pdf> (Abruf: 15. 7. 2019). Die SIX Swiss Exchange hat am 24. 6. 2019 mitgeteilt, dass sie sich auf den Fall der Aktivierung der Schutzmassnahme vorbereitet habe, indem sie direkte Verbindungen zu allen Kunden aufgebaut habe, damit der Handel reibungslos weitergehen könne. Darüber hinaus habe sie einen Prozess implementiert, um neuen Marktteilnehmern einen Schnellzugang zu ermöglichen; vgl. Medienmitteilung der SIX v. 24. 6. 2019, „SIX ist vorbereitet auf Aktivierung der Massnahme des Schweizer Bundesrats zur Stärkung der Schweizer Börseninfrastruktur“.

82) Medienmitteilung der FINMA v. 27. 6. 2019, „Handel mit Schweizer Aktien: Anpassung der Liste anerkannter ausländischer Handelsplätze“. Die Liste kann abgerufen werden unter <https://www.finma.ch/de/bewilligung/finanzmarktinfrastrukturen-und-auslaendische-teilnehmer> (Abruf: 15. 7. 2019).

83) Eidg. Finanzdepartement, Erläuterungen zur Verordnung über die Anerkennung ausländischer Handelsplätze für den Handel mit Beteiligungspapieren von Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz v. 30. 11. 2018, 5; vgl. auch *Contratto*, SZW 2018, 653, 665.

84) Die Verordnung gilt als Finanzmarktgesetz i. S. d. FINMAG, weshalb die Verletzung der Anerkennungspflicht strafrechtliche Sanktionen nach Art. 44 FINMAG nach sich zieht. Danach wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft, wer vorsätzlich ohne Anerkennung eine anerkennungspflichtige Tätigkeit ausübt. Wer fahrlässig handelt, wird mit Buße bis zu 250.000 CHF bestraft. Dass diese Strafsanktionen im internationalen Verhältnis durchgesetzt werden können, ist aber eher unwahrscheinlich.

85) Vgl. FAZ v. 1. 7. 2019, „Schweizer Aktien lässt der Börsenzank kalt“.

86) Vgl. NZZ v. 28. 6. 2019, „SIX dürfte Marktanteile gewinnen“.

87) Zur Zulassung ausländischer Teilnehmer an Schweizer Handelsplätzen s. sogleich.

88) Dies ist z. B. bei der deutschen Direktbank ING DiBa der Fall, vgl. Handelszeitung v. 2. 7. 2019, „Deutsche Anleger in der Falle“.

89) Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7539; eingehend *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 88 ff.; *Leisinger*, in: Sethe et al., Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 2017, Art. 41 Rz. 1 ff.

90) *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 88.

91) Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte> (Abruf: 15. 7. 2019).

92) Eingehend *Leisinger* (Fußn. 89), Art. 40 Rz. 1 ff.

93) Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte> (Abruf: 15. 7. 2019).

94) Zu den Bewilligungsvoraussetzungen vgl. Art. 49 ff. FinfraG.

95) Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte> (Abruf: 15. 7. 2019).

Dienstleistungen für eine Schweizer Finanzmarktinfrastuktur erbringen oder (lit. c) mit einer schweizerischen zentralen Gegenpartei eine Interoperabilitätsvereinbarung (dazu Art. 56 f. FinfraG) eingehen (Art. 60 Abs. 1 FinfraG). Derzeit sind rund 15 ausländische zentrale Gegenparteien anerkannt, darunter die Eurex Clearing AG in Frankfurt/M. und die European Commodity Clearing AG in Leipzig.<sup>96)</sup>

Die Europäische Kommission hat die Regulierung der zentralen Gegenparteien im FinfraG als gleichwertig mit der europäischen Regelung gem. Art. 25 Abs. 6 EMIR anerkannt, weshalb schweizerische zentrale Gegenparteien Zugang zum Europäischen Binnenmarkt haben.<sup>97)</sup>

### 2.3 Zentralverwahrer

Nach Art. 61 Abs. 1 FinfraG werden unter dem Oberbegriff der Zentralverwahrer Betreiber einer zentralen Verwahrungsstelle oder eines Effektenabwicklungssystems erfasst. Als zentrale Verwahrungsstelle gilt eine Einrichtung, die gestützt auf einheitliche Regeln und Verfahren Effekten und andere Finanzinstrumente zentral verwahrt (Art. 61 Abs. 2 FinfraG). Effektenabwicklungssysteme sind dagegen Einrichtungen, die gestützt auf einheitliche Regeln und Verfahren Geschäfte mit Effekten und anderen Finanzinstrumenten abrechnen und abwickeln (Art. 61 Abs. 3 FinfraG). Der Begriff des Zentralverwahrers ist in Anlehnung an das europäische Recht ins FinfraG eingeführt worden.<sup>98)</sup> Das Effektenabwicklungssystem im Sinne des FinfraG entspricht dem Wertpapierliefer- und -abrechnungssystem gemäß CSDR bzw. dem Securities Settlement System gemäß PFMI. Für die zentrale Verwahrung von Effekten verwendet die CSDR keinen separaten Begriff, führt die Funktion („zentrale Kontoführung“) im Anhang (Abschnitt A, Ziff. 2) jedoch als zweite Kerndienstleistung auf. Dieser Funktion entspricht die zentrale Verwahrungsstelle im Sinne des FinfraG bzw. die Central Securities Depository gemäß PFMI.<sup>99)</sup>

Zentralverwahrer, die systemisch bedeutsam sind (dazu Art. 22 FinfraG), unterstehen neben der Institutsaufsicht durch die FINMA<sup>100)</sup> zusätzlich einer Systemüberwachung durch die SNB (Art. 83 Abs. 1 FinfraG i. V. m. Art. 19 ff. NBG). Derzeit verfügt mit der SIX SIS AG ein schweizerischer Zentralverwahrer über eine Bewilligung der FINMA; deren Effektenabwicklungssystem SECOM gilt zudem als systemisch bedeutsam.<sup>101)</sup>

Eine Äquivalenzanerkennung der Regulierung der Zentralverwahrer im FinfraG durch die Europäische Kommission gem. Art. 25 Abs. 4 CSDR steht derzeit noch aus.

### 2.4 Transaktionsregister

Das Transaktionsregister wird in Art. 74 FinfraG legaldefiniert. Danach gilt als solches eine Einrichtung, die Daten zu Transaktionen mit Derivaten, welche ihr gesetzlich gemeldet werden (vgl. Art. 104 ff. FinfraG), zentral sammelt, verwaltet und aufbewahrt. Diese Definition orientiert sich an Art. 2 Ziff. 2 EMIR und Ziff. 1.14 PFMI. Gegenwärtig existiert mit der SIX Trade Repository AG ein von der FINMA bewilligtes schweizerisches Transaktionsregister. Ein Transaktionsregister

mit Sitz im Ausland muss die Anerkennung der FINMA einholen, bevor es Meldungen nach Art. 104 FinfraG entgegennimmt (Art. 80 Abs. 1 FinfraG). Derzeit sind mit DTCC Data Repository (Dublin), DTCC Derivatives Repository (London) und REGIS-TR (Luxemburg) drei ausländische Transaktionsregister von der FINMA anerkannt.<sup>102)</sup>

Eine Gleichwertigkeitsanerkennung der Regulierung der Transaktionsregister im FinfraG durch die Europäische Kommission gem. Art. 75 Abs. 1 EMIR ist noch nicht erfolgt.

## 2.5 Zahlungssysteme

Als Zahlungssystem gilt gem. Art. 81 FinfraG eine Einrichtung, die gestützt auf einheitliche Regeln und Verfahren Zahlungsverpflichtungen abrechnet und abwickelt. Zahlungssysteme benötigen jedoch nur dann eine Bewilligung der FINMA, wenn die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts oder der Schutz der Finanzmarktteilnehmer es erfordern und das Zahlungssystem nicht durch eine Bank betrieben wird (Art. 4 Abs. 2 FinfraG). Diese Voraussetzung ist grundsätzlich durch das von der SIX Interbank Clearing AG geführte Zahlungssystem SIC erfüllt, welches gleichzeitig als systemisch bedeutsam i. S. v. Art. 22 FinfraG gilt. Weil das SIC jedoch im Auftrag der Schweizerischen Nationalbank (SNB) betrieben wird, ist es von der Bewilligungspflicht durch die FINMA ausgenommen (Art. 4 Abs. 3 FinfraG).

Die Legaldefinition von Art. 81 FinfraG entspricht weitgehend der Definition des „Zahlungssystems“ gem. Art. 4 Ziff. 7 PSD II.<sup>103)</sup> Im europäischen Rechtsrahmen ist jedoch der Begriff des Zahlungsdienstes (vgl. Art. 2 Abs. 1 PSD II; zur Begriffsbestimmung Art. 4 Ziff. 3 i. V. m. Anhang I PSD II) und nicht, wie in der Schweiz, jener des Zahlungssystems zentral.<sup>104)</sup> Weil die PSD II keine Äquivalenzprüfung durch die Europäische Kommission vorsieht, ist in diesem Bereich eine Gleichwertigkeitsanerkennung nicht möglich.

## 3. Marktverhaltensregeln

### 3.1 Handel mit Derivaten

Mit Erlass des FinfraG wurde in Umsetzung der Postulate der G20-Staaten als Reaktion auf die Finanzkrise<sup>105)</sup> in Art. 93 ff.

96) Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte> (Abruf: 15. 7. 2019).

97) Durchführungsbeschluss (EU) 2015/2042, ABl Nr. L 298/42 v. 14. 11. 2015; dazu bereits oben III 1.

98) Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7548. Im Unterschied zum europäischen und schweizerischen Recht kennen die PFMI den Oberbegriff des Zentralverwahrers nicht.

99) Eingehend zu den Parallelen und den Unterschieden der Regelung im FinfraG zu jener in der CSDR *Costantini*, in: Sethe et al., Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz, 2017, Art. 61 Rz. 43 ff.

100) Zu den Bewilligungsvoraussetzungen vgl. Art. 62 ff. FinfraG.

101) Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte> (Abruf: 15. 7. 2019).

102) Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte> (Abruf: 15. 7. 2019).

103) RL (EU) 2015/2366, ABl Nr. L 337/35 v. 23. 12. 2015.

104) Eingehend dazu *Hess/Kalbermatter/Weiss Voigt*, in: Sethe et al., Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz, 2017, Art. 81 Rz. 53 ff.

105) Vgl. hierzu etwa *Babar*, GesKR 2015, 479; *Kuhn*, GesKR 2014, 161.



eine Regulierung des Handels mit Derivaten ins Schweizer Recht eingeführt. Die Regelung lehnt sich – wiederum mit dem Ziel der Äquivalenzerkennung<sup>106)</sup> (vgl. Art. 13 Abs. 2 EMIR) – weitgehend an das Recht der EU an.<sup>107)</sup> Entsprechend gelten nun auch in der Schweiz die drei zentralen Pflichten des außerbörslichen Derivatehandels: Abrechnung über eine zentrale Gegenpartei (Art. 97 ff. FinfraG), Meldung an ein Transaktionsregister (Art. 104 ff. FinfraG) und Minderung der Risiken (Art. 107 ff. FinfraG). Anders als ursprünglich in der EU wurden jedoch aus Gründen der Verhältnismäßigkeit und in Anlehnung an die entsprechenden Regelungen in den USA<sup>108)</sup> Ausnahmen von der Abrechnungspflicht für „kleine finanzielle Gegenparteien“ geschaffen (Art. 97 Abs. 2, Art. 99 FinfraG).<sup>109)</sup> Die EU-Regulierung bewegt sich nun in die gleiche Richtung, indem in einem neuen Art. 4a EMIR ein Abrechnungsschwellenwert auch für „finanzielle Gegenparteien“ eingeführt wird,<sup>110)</sup> der sich am Schwellenwert für „nichtfinanzielle Gegenparteien“ (vgl. Art. 10 Abs. 4 EMIR) orientiert.<sup>111)</sup> Abgesehen davon ist die Regelung im FinfraG im Vergleich mit jener in der EMIR auch in anderen Bereichen liberaler.<sup>112)</sup>

In Art. 112 ff. FinfraG wurde zudem in Anlehnung an Art. 28 MiFIR eine Plattformhandelspflicht eingeführt, wonach bestimmte von der FINMA bezeichnete Derivate über einen bewilligten Handelsplatz oder einen bewilligten Betreiber eines OTF gehandelt werden müssen. Diese Pflicht bleibt jedoch vorerst ohne Auswirkungen, weil die FINMA von ihrem Recht, bestimmte Derivate der Plattformhandelspflicht zu unterstellen (Art. 113 Abs. 1 FinfraG), bis heute keinen Gebrauch gemacht hat. Der Grund liegt darin, dass die FINMA beim Unterstellungsentscheid internationalen Standards und der ausländischen Rechtsentwicklung Rechnung tragen muss (Art. 113 Abs. 2 FinfraG) und daher pflichtige Derivate erst dann bezeichnen wird, wenn diese auch auf den maßgeblichen Finanzplätzen im Ausland tatsächlich von der Handelspflicht erfasst werden.<sup>113)</sup>

### 3.2 Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote

Unter dem Titel der Marktverhaltensregeln sind weiter die Regeln über die Offenlegung von Beteiligungen (Art. 120 ff. FinfraG) und über die öffentlichen Kaufangebote (Art. 125 ff. FinfraG) enthalten. Diese Bestimmungen wurden mit Inkrafttreten des FinfraG per 1. 1. 2016 aus dem Börsengesetz ins FinfraG überführt. Dabei wurde die bisherige Regelung weitgehend übernommen, jedoch teilweise präzisiert und redaktionell angepasst.<sup>114)</sup> Das Schweizer Offenlegungs- und Übernahmerecht kommt auch bei Gesellschaften mit Sitz im Ausland zur Anwendung, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz hauptnotiert sind (Art. 120 Abs. 1, 125 Abs. 1 lit. b FinfraG). Ist im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot aufgrund eines „Dual Listing“ gleichzeitig schweizerisches und ausländisches Recht anwendbar, so kann nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG unter bestimmten Voraussetzungen auf die Anwendung der Vorschriften des Schweizer Rechts verzichtet werden.<sup>115)</sup>

### 3.3 Insiderhandel und Markt- bzw. Kursmanipulation

Ebenfalls aus dem Börsengesetz ins FinfraG überführt wurden schließlich die aufsichts- und strafrechtlichen Verbote des Ausnützens von Insiderinformationen (Art. 142 und 154 FinfraG) und der Markt- bzw. Kursmanipulation (Art. 143 und 155 FinfraG). Während die Aufsichtstatbestände von der FINMA durchgesetzt werden, ist für die Verfolgung und Beurteilung der Straftatbestände die Bundesanwaltschaft bzw. das Bundesstrafgericht zuständig (vgl. Art. 156 FinfraG).<sup>116)</sup> Diese Bestimmungen kommen grundsätzlich auch dann zur Anwendung, wenn die verbotene Handlung im Ausland begangen wird, sofern sie einen Niederschlag auf den schweizerischen Finanzmarkt hat. Freilich können sich in solchen Fällen aufgrund des aufsichts- und strafrechtlichen Territorialitätsprinzips Durchsetzungsprobleme ergeben.<sup>117)</sup>

## IV. Finanzinstitutsgesetz (FINIG)

### 1. Gegenstand, Zweck und Anwendungsbereich

Das FINIG, welches zusammen mit dem FIDLEG voraussichtlich per 1. 1. 2020 in Kraft tritt, regelt die Anforderungen an die Tätigkeit der Finanzinstitute (Art. 1 Abs. 1 FINIG); es statuiert die Bewilligungspflicht und die Bewilligungsvoraussetzungen für prudenziell beaufsichtigte Institute. Das Gesetz bezweckt den Schutz der Anleger sowie der Kunden von Finanzinstituten und die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts (Art. 1 Abs. 2 FINIG). Ausführungsbestimmungen dazu werden in der Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und in der Aufsichtsorganisationsverordnung (AOV) des Bundesrates enthalten sein. Die beiden Verordnungen lagen im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags erst im Entwurf vor;<sup>118)</sup> sie sollen jedoch zusammen mit dem FINIG

106) Dazu bereits oben III 1.

107) Bisher hat die EU-Kommission die Schweizer Derivateregulierung jedoch nicht als gleichwertig anerkannt.

108) Im US-amerikanischen Recht gelten Institute mit Gesamtvermögen von bis zu 10 Mrd. US-\$ nicht als „Financial Entities“ für Zwecke der Clearingpflicht unter Section 2(h)(7)(A) Commodity Exchange Act.

109) Botschaft FinfraG, BBl 2014, 7483, 7499 f., 7566 ff. Eine finanzielle Gegenpartei gilt als klein, wenn ihre über 30 Arbeitstage berechnete gleitende Durchschnittsbruttoposition aller ausstehender OTC-Derivatgeschäfte unter dem Schwellenwert von 8 Mrd. CHF auf Stufe Finanz- oder Versicherungsgruppe liegt (Art. 99 Abs. 1 FinfraG; Art. 88 Abs. 2 FinfraV).

110) VO (EU) 2019/834, ABl Nr. L 141/42 v. 28. 5. 2019 zur Änderung der EMIR.

111) Vgl. dazu *Lucantoni*, in: Lehmann/Kumpan, European Financial Services Law, 2019, Art. 5 EMIR Rz. 11.

112) Für einen Überblick über die wichtigsten Unterschiede zwischen FinfraG und EMIR vgl. *Favre/Kramer* (Fußn. 51), Vor Art. 93 Rz. 75 ff.

113) Eidg. Finanzdepartement, Erläuterungsbericht zur FinfraV v. 25. 11. 2015, S. 50. Zur praktischen Anwendung der Handelspflicht gem. Art. 28 MiFIR in der EU s. *Lehmann*, in: Lehmann/Kumpan, European Financial Services Law, 2019, Art. 28 MiFIR Rz. 24.

114) Für einen Überblick über das Recht der Offenlegung von Beteiligungen und der öffentlichen Kaufangebote vgl. *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 265 ff. und Rz. 431 ff. m. w. N.

115) Dazu *Tschäni/Iffland/Diem*, in: Watter/Bahar, Basler Kommentar zum Finanzmarktinfratuturgesetz, 3. Aufl., 2019, Art. 125 Rz. 15 f.

116) Für einen Überblick über die Tatbestände des Insiderhandels und der Markt- bzw. Kursmanipulation vgl. *Fahrländer* (Fußn. 32), Rz. 661 ff. und Rz. 683 ff. m. w. N.

117) Eingehend zum internationalen Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsregeln *Sethe/Fahrländer*, in: Sethe et al., Kommentar zum Finanzmarktinfratuturgesetz, 2017, Vor Art. 142 Rz. 97 ff.

118) Vgl. dazu Eidg. Finanzdepartement, Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens zu FIDLEG, FINIV und AOV v. 24. 10. 2018.

in Kraft treten. Zu einem späteren Zeitpunkt wird voraussichtlich auch die FINMA eine Verordnung zum FINIG erlassen (FINIV-FINMA). Zudem werden diverse Rundschreiben der FINMA an das FINIG angepasst werden müssen.

Das Ziel des FINIG war ursprünglich, die Aufsicht über sämtliche Finanzdienstleister, die in irgendeiner Form das Vermögensverwaltungsgeschäft betreiben, in einem einheitlichen Erlass zu regeln.<sup>119</sup> Im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens wurde jedoch entschieden, das BankG beizubehalten und die Banken nicht dem FINIG zu unterstellen.<sup>120</sup> Begründet wurde dies mit der Befürchtung, eine Überführung des BankG in das FINIG könnte eine unbeabsichtigte Änderung der Regulierung für Banken auslösen.<sup>121</sup> Die Bestimmungen der übrigen bereits unter bisherigem Recht prudenziell beaufsichtigten Finanzinstitute, d. h. Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen, Fondsleitungen und Effektenhändler (welche neu als Wertpapierhäuser bezeichnet werden), wurden grundsätzlich materiell unverändert aus dem KAG und dem BEHG übernommen.<sup>122</sup> Der eigentliche Paradigmenwechsel liegt darin, dass neu auch unabhängige Vermögensverwalter von Individualvermögen, welche bisher im Schweizer Recht nicht prudenziell beaufsichtigt waren, dem FINIG unterstehen.<sup>123</sup>

Daneben gibt es aber nach wie vor Finanzdienstleister, die nicht prudenziell beaufsichtigt werden. Hierzu zählen insbesondere unabhängige Anlageberater.<sup>124</sup> Der Schweizer Gesetzgeber hat deren Nichtunterstellung unter das FINIG damit begründet, dass die Kunden von Anlageberatern – im Gegensatz zur Situation bei der Vermögensverwaltung – ihre Anlageentscheide selbstständig treffen und daher kein Anlass zu einer umfassenden Aufsicht bestehe.<sup>125</sup> Mithin sollen nur solche Finanzinstitute einer prudenziellen Aufsicht unterstehen, die über Vermögenswerte ihrer Kunden verfügen können, nicht aber solche, die reine Beratung erteilen. Somit entspricht die Rechtslage, welche in der Schweiz durch das FINIG eingeführt wird, jener in der EU im Jahr 1993. Die damalige Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>126</sup> unterstellte unabhängige Vermögensverwalter, nicht aber unabhängige Anlageberater einer prudenziellen Aufsicht. Dies änderte sich jedoch durch das Inkrafttreten der MiFID I im Jahr 2007,<sup>127</sup> welche die Anlageberatung als Wertpapierdienstleistung erfasste und somit einer prudenziellen Aufsicht unterstellte.<sup>128</sup> Zu beachten ist jedoch, dass Anlageberater trotz dieser fehlenden Beaufsichtigung die Verhaltenspflichten des FIDLEG einhalten müssen, weil die Anlageberatung eine Finanzdienstleistung darstellt (Art. 3 lit. c Ziff. 4 FIDLEG).<sup>129</sup>

Mit dem FINIG und dem FIDLEG sollte das schweizerische Finanzmarktrecht äquivalent zu jenem von MiFIR und MiFID II ausgestaltet werden, um den hiesigen Finanzdienstleistern den Drittstaatenzugang zum Europäischen Binnenmarkt zu verschaffen bzw. zu erhalten.<sup>130</sup> Es fragt sich daher, ob die fehlende prudenzielle Aufsicht über unabhängige Anlageberater ein Hindernis für die Gleichwertigkeitsanerkennung darstellen könnte. Zwar sieht Art. 89 FIDLEG eine Strafbestimmung für die Verletzung einzelner Verhaltenspflichten aus dem FIDLEG vor, welchen auch die unabhängigen Anlageberater unterstehen.<sup>131</sup> Weil MiFIR und MiFID II nicht vorschreiben, wann

eine Aufsicht als effektiv gilt, und strafrechtliche Sanktionen im Vergleich zum Aufsichtsrecht einschneidender sind, könnte man argumentieren, dass die fehlende Zulassungspflicht und die fehlende laufende Aufsicht durch die Strafbestimmung kompensiert werden.<sup>132</sup> Ob dies die Europäische Kommission auch so sieht, wird sich noch weisen müssen.

Der räumliche Anwendungsbereich des FINIG stellt auf die physische Präsenz der Finanzinstitute in der Schweiz ab. Entsprechend bedürfen Finanzinstitute mit Sitz im Ausland dann einer Bewilligung der FINMA, wenn sie in der Schweiz eine Zweigniederlassung (Art. 52 ff. FINIG) oder eine Vertretung (Art. 58 ff. FINIG) errichten. Dies gilt bereits unter bisherigem Recht, weshalb das FINIG zu keiner materiellen Änderung führt.<sup>133</sup> Rein grenzüberschreitende Geschäfte ohne dauerhafte physische Präsenz in der Schweiz dürfen somit bewilligungsfrei erbracht werden.<sup>134</sup> Im Gegensatz dazu sind die Pflichten des FIDLEG in diesem Fall zu beachten, weil der räumliche Anwendungsbereich des FIDLEG auch reine Cross-Border-Tätigkeiten erfasst.<sup>135</sup>

## 2. Finanzinstitute

Als Finanzinstitute i. S. d. FINIG gelten, unabhängig von der Rechtsform, Vermögensverwalter von Individualvermögen, Trustees,<sup>136</sup> Verwalter von Kollektivvermögen, Fondsleitungen und Wertpapierhäuser (Art. 2 Abs. 1 FINIG). Sämtliche Finanzinstitute benötigen eine Bewilligung der FINMA (Art. 5

119) Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutengesetz (FINIG) v. 4. 11. 2015, BBl 2015, 8901, 8903.

120) Ebenfalls nicht dem FINIG unterstellt sind Versicherungsunternehmen, deren Aufsicht weiterhin im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) geregelt ist, welches nach Art. 1 Abs. 1 FINMAG als Finanzmarktgesetz gilt.

121) *Sethe* (Fußn. 3), S. 156 Fußn. 81.

122) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8903.

123) Dazu unten IV 3.

124) Der hier verwendete Begriff der „unabhängigen“ Anlageberatung ist nicht zu verwechseln mit der „unabhängigen Honoraranlageberatung“ i. S. v. Art. 24 Abs. 7 MiFID II (s. dazu unten V 3.3). Mit „unabhängigen“ oder auch „externen“ Anlageberatern sind im Schweizer Recht sämtliche Berater gemeint, die nicht in die Organisation einer Bank oder eines anderen beaufsichtigten Finanzinstituts integriert sind; was für ein Geschäftsmodell sie verfolgen, spielt dabei keine Rolle.

125) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8939.

126) RL 93/22/EWG, ABi Nr. L 141/27 v. 11. 6. 1993.

127) Heute ist dies in der MiFID II und der MiFIR geregelt.

128) Begründet wurde diese Unterstellung wie folgt: „Angesichts der wachsenden Abhängigkeit der Anleger von persönlichen Empfehlungen ist es zweckmäßig, die Erbringung von Anlageberatungen als eine Wertpapierdienstleistung aufzunehmen, die einer Zulassung bedarf“ (MiFID I, Erwägungsgrund 3). Der Schweizer Gesetzgeber sieht dies offensichtlich anders, kritisch hierzu *Emmenegger/Good*, in: *Sethe et al., Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert*, 2013, S. 85, 119 f.

129) Dazu unten V 1.

130) Zum Ziel der Äquivalenz von FINIG/FIDLEG zum europäischen Recht s. unten V 1.

131) S. dazu unten V 1 und V 5.

132) So *Sethe* (Fußn. 3), S. 160.

133) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 9035.

134) Vgl. zur gleichen Rechtslage im BankG *Babar/Stupp*, in: *Watter et al., Basler Kommentar zum BankG*, 2. Aufl., 2013, Art. 1 Rz. 82 ff.

135) S. dazu unten V 1.

136) Die Schweiz kennt bisher kein eigenes Trust-Recht. Es gibt jedoch im Schweizer Finanzmarkt eine Vielzahl von ausländischen und schweizerischen Trustees, die ihre Tätigkeit nach ausländischem Trust-Recht erbringen, weshalb eine Unterstellung der Trustees unter das FINIG angezeigt war; eingehend zur Tätigkeit der Trustees und zu deren Unterstellung unter das FINIG *Arter*, EF 2018, 709; *de Vos Burchart*, GesKR 2018, 10; *de Vos Burchart*, GesKR 2017, 281.

Abs. 1 FINIG). Das FINIG enthält in Art. 5 ff. zunächst gemeinsame Bewilligungsvoraussetzungen und Pflichten für alle Finanzinstitute, so etwa bezüglich der Organisation oder der Gewähr. In Art. 17 ff. regelt das Gesetz zudem spezifische Pflichten der einzelnen Institute.

Das FINIG sieht in Art. 6 neu eine nach Finanzinstituten differenzierte Bewilligungskaskade vor, wonach die höhere Form der Bewilligung auch die darunter liegende(n) Bewilligungsform(en) umfasst.<sup>137)</sup> So benötigt beispielsweise eine Universalbank in Zukunft nur mehr eine Bankenbewilligung; diese ermächtigt sie auch zur Tätigkeit als Wertpapierhaus, als Verwalter von Kollektivvermögen, als Vermögensverwalter und als Trustee. Unter bisherigem Recht brauchte eine Bank, die neben dem klassischen Bankgeschäft auch die Tätigkeiten als Effektenhändler und/oder als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen ausüben wollte, zusätzlich die entsprechenden Bewilligungen.

### 3. Unabhängige Vermögensverwalter im Besonderen

Wie bereits erwähnt, liegt die eigentliche Neuerung des FINIG in der aufsichtsrechtlichen Erfassung unabhängiger Vermögensverwalter.<sup>138)</sup> Als solcher gilt gemäß der Legaldefinition von Art. 17 Abs. 1 FINIG, wer gestützt auf einen Auftrag gewerbsmäßig im Namen und für Rechnung von Kunden über deren Vermögenswerte verfügen kann. Damit beendet die Schweiz die aufsichtsrechtliche Ungleichbehandlung des Vermögensverwaltungsgeschäfts von Banken und Effektenhändlern einerseits, das bereits heute einer Aufsicht unterliegt, und von unabhängigen Vermögensverwaltern andererseits, welches bisher nicht umfassend beaufsichtigt wurde. Zudem orientiert sich die Schweiz mit der Neuregelung an internationalen Standards. So werden unabhängige Vermögensverwalter im europäischen Recht bereits seit dem Jahr 1993 prudenziell beaufsichtigt.<sup>139)</sup>

Bei der Aufsicht über die Vermögensverwalter kommt es zu einem Zusammenspiel der FINMA mit privaten Aufsichtsorganisationen (AO; vgl. dazu Art. 61 FINIG; Art. 43a ff. FINMAG).<sup>140)</sup> Während die FINMA für die Bewilligungserteilung und die Durchsetzung des Aufsichtsrechts zuständig ist, wird die laufende Aufsichtstätigkeit von AO wahrgenommen (Art. 61 Abs. 2 FINIG; Art. 43b FINMAG).<sup>141)</sup> Die AO sind privatrechtliche Organisationen, welche ihrerseits eine Bewilligung der FINMA benötigen und von dieser beaufsichtigt werden (vgl. Art. 43c ff. FINMAG).<sup>142)</sup> Es wird sich bei ihnen mehrheitlich um die bereits unter bisherigem Recht existierenden Selbstregulierungsorganisationen (SRO) gemäß Geldwäschereigesetz handeln.<sup>143)</sup> Diese Besonderheit in der Aufsicht über Vermögensverwalter und Trustees – die übrigen Finanzinstitute werden auch in Zukunft ausschließlich durch die FINMA beaufsichtigt – beruht gemäß dem Gesetzgeber einerseits auf den unterschiedlichen Geschäftstypen und Bewilligungsvoraussetzungen. Andererseits war der Gesetzgeber der Ansicht, dass die Unterstellung aller Vermögensverwalter und Trustees unter die alleinige Aufsicht der FINMA deren Aufgabenbereich übermäßig ausdehnen würde.<sup>144)</sup>

Weil das europäische Recht eine solche Aufgabenteilung in der Aufsicht über die Vermögensverwalter nicht kennt, stellt sich die Frage, ob die Schweizer Regelung als äquivalent angesehen werden kann.<sup>145)</sup> MiFIR und MiFID II schreiben für den Drittstaatenzugang keine bestimmte Gliederung der Aufsicht vor. Bei der beaufsichtigenden Behörde muss es sich zwar grundsätzlich um eine staatliche Stelle handeln (Art. 67 Abs. 2 Unterabs. 1 MiFID II). Eine Übertragung an eine nichtstaatliche Stelle ist jedoch zulässig, sofern dies weder mit der Ausübung der Staatsgewalt noch mit einem Ermessensspielraum bei Entscheidungen verbunden ist (Art. 67 Abs. 2 Unterabs. 2 MiFID II). Bei der Schweizer Lösung sind die privatrechtlichen AO nur für die laufende Aufsicht zuständig, während sowohl die Bewilligungserteilung als auch die Durchsetzung des Aufsichtsrechts bei der FINMA liegen und ihr dafür sämtliche Aufsichtsinstrumente zur Verfügung stehen. Entsprechend sollte die im FINIG vorgesehene Aufgabenteilung im Hinblick auf die Äquivalenz – in technischer Hinsicht<sup>146)</sup> – unproblematisch sein.<sup>147)</sup>

## V. Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG)

### 1. Gegenstand, Zweck und Anwendungsbereich

Das FIDLEG, welches zusammen mit dem FINIG voraussichtlich per 1. 1. 2020 in Kraft tritt, legt die Anforderungen für die getreue, sorgfältige und transparente Erbringung von Finanzdienstleistungen fest und regelt das Anbieten von Finanzinstrumenten (Art. 1 Abs. 2 FIDLEG). Damit bezweckt das Gesetz den Schutz der Kunden von Finanzdienstleistern sowie die Schaffung vergleichbarer Bedingungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen; dies soll auch zur Stärkung des Ansehens und der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz beitragen (Art. 1 Abs. 1 FIDLEG). Ausführungsbestimmungen dazu werden in der Finanzdienstleistungsverordnung des Bundesrates (FIDLEV) enthalten sein. Die Verordnung lag im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags erst im Entwurf vor;<sup>148)</sup> sie soll jedoch zusammen mit dem

137) Freilich befreit das kaskadenhafte Bewilligungsregime nicht von der Einhaltung der Pflichten für die jeweils ausgeübte Tätigkeit, sondern lediglich von der formellen Einholung einer zusätzlichen Bewilligung. Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8927, 9020 f.; *Schleiffer/Schärli*, GesKR 2014, 334, 343 f. 138) Diese unterstanden bisher allein dem Geldwäschereigesetz.

139) S. dazu bereits oben IV 1.

140) Die neu in das FINMAG eingefügten Art. 43a ff. werden zusammen mit dem FINIG in Kraft treten.

141) Eingehend zum Ganzen *Contratto*, SZW 2018, 653, 663 f.; *Stutz*, GesKR 2017, 293.

142) Die Details zu den Bewilligungsvoraussetzungen und der Aufsichtstätigkeiten der AO werden in der Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV) enthalten sein.

143) Zunächst war vorgesehen, dass die AO behördliche Aufsichtsorganisationen sind. Gegen diese Lösung regte sich Widerstand, weil die bereits bestehenden privatrechtlichen SRO durch eine Übertragung der Aufsicht auf behördliche Organisationen um ihre Existenz fürchteten, vgl. dazu *Contratto*, SZW 2018, 653, 663; *Sethe* (Fußn. 3), S. 159.

144) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 9038; vgl. auch *Schleiffer/Schärli*, GesKR 2014, 334, 345 f.

145) Zum Ziel der Äquivalenz von FINIG/FIDLEG zum europäischen Recht s. unten V 1.

146) Zur politischen Komponente bei der Frage der Äquivalenzanerkennung s. oben III 1.

147) *Nobel* (Fußn. 16), § 10 Rz. 305; *Sethe* (Fußn. 3), S. 159 f.; *Sethe*, Die Volkswirtschaft 6/2018, 46, 46; vgl. auch *Contratto*, SZW 2018, 653, 664.

148) Vgl. dazu Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (Fußn. 118).

FIDLEG in Kraft treten. Zudem werden diverse Rundschreiben der FINMA an das FIDLEG angepasst werden müssen.

Das bisherige Schweizer Recht kennt keine einheitlichen aufsichtsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten für Finanzdienstleister<sup>149</sup> und nur eine lückenhafte Regelung der Prospektspflicht bei der Emission von Finanzinstrumenten.<sup>150</sup> Dies ist aus zwei Gründen problematisch: Einerseits erkannte man, dass die bisherige Regulierung aus Sicht des Anlegerschutzes nicht genügt.<sup>151</sup> Andererseits sind Schweizer Finanzdienstleister auf den Zugang zum Europäischen Binnenmarkt angewiesen, weil sie einen erheblichen Teil ihrer Dienstleistungen in der Europäischen Union erbringen.<sup>152</sup> Weil die MiFIR und die MiFID II ein neues Drittstaatenregime vorsehen,<sup>153</sup> das auf effektive Gleichwertigkeit der Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln abstellt (vgl. Art. 46 Abs. 2 lit. a, Art. 47 Abs. 1 MiFIR), wäre der Marktzugang unter bisherigem Recht gefährdet. Dieses Äquivalenzerfordernis zwingt die Schweiz somit indirekt zur weitgehenden Übernahme der MiFIR/MiFID II-Regelungen.<sup>154</sup> Mit dem FIDLEG, welches eine für sämtliche Finanzdienstleistungen geltende und inhaltlich erweiterte Regelung einführt, sollen beide Problematiken behoben werden.<sup>155</sup> Ob das Gesetz das Gleichwertigkeitserfordernis tatsächlich erfüllt, ist derzeit noch unklar, weicht es doch in zentralen Bereichen vom europäischen Recht ab.<sup>156</sup>

Ursprünglich plante der Gesetzgeber, im FIDLEG zusätzlich die zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung zu stärken. Der Vorwurf des Gesetzes sah diverse neue Instrumente vor, so z. B. eine Beweislastumkehr für die Einhaltung der Informations- und Aufklärungspflichten, eine Reduktion des Prozesskostenrisikos durch eine Schiedsgerichtslösung oder einen besonderen Prozesskostenfonds für Finanzdienstleistungsstreitigkeiten sowie Instrumente des kollektiven Rechtsschutzes.<sup>157</sup> Schließlich entschied man sich aber, diese Themen aus dem FIDLEG auszuklammern und stattdessen eine entsprechende Revision der Zivilprozessordnung zu prüfen.<sup>158</sup> In das FIDLEG aufgenommen wurde dagegen eine Erweiterung des Ombudswesens (Art. 74 ff. FIDLEG): Die bereits unter bisherigem Recht im Bankensektor vorhandene Institution der Ombudsstellen wird gestärkt, indem sich alle Finanzdienstleister einer Ombudsstelle anschließen müssen und Letztere einer behördlichen Anerkennung bedürfen. Den Ombudsstellen kommt aber nach wie vor keine Entscheidungskompetenz zu; vielmehr sollen sie im Streitfall als Vermittler zwischen den Finanzdienstleistern und ihren Kunden fungieren.<sup>159</sup>

Die Verhaltensregeln des FIDLEG gelten für sämtliche Finanzdienstleister (Art. 2 Abs. 1 lit. a FIDLEG). Darunter sind alle juristischen und natürlichen Personen zu verstehen, die gewerbsmäßig Finanzdienstleistungen<sup>160</sup> erbringen (Art. 3 lit. d FIDLEG).<sup>161</sup> Somit fallen nicht nur die Finanzinstitute gemäß FINIG unter das FIDLEG, sondern auch die nicht prudenziell beaufsichtigten unabhängigen Anlageberater,<sup>162</sup> weil die Anlageberatung eine Finanzdienstleistung darstellt (vgl. Art. 3 lit. c Ziff. 4 FIDLEG). Das FIDLEG sieht eine Überwachung der Einhaltung der Verhaltenspflichten jedoch nur gegenüber beaufsichtigten Finanzdienstleistern vor (Art. 87 FIDLEG). Für nicht prudenziell Beaufsichtigte fehlt es an einer Geset-

zesgrundlage. Zwar enthält das Gesetz für Letztere eine Strafbestimmung für die Verletzung einzelner Verhaltensregeln (Art. 89 FIDLEG).<sup>163</sup> Zudem müssen sich die Kundenberater von nicht prudenziell beaufsichtigten Finanzdienstleistern in ein Beraterregister eintragen lassen (Art. 28 Abs. 1 FIDLEG).<sup>164</sup> Dies ändert aber nichts daran, dass das FIDLEG aufsichtsrechtliche Pflichten statuiert, welche gegen einen Teil der Adressaten aufsichtsrechtlich nicht durchgesetzt werden können.<sup>165</sup> Faktisch ist die Situation somit ähnlich wie in Deutschland bei der Anlageberatung und -vermittlung von Produkten des grauen Kapitalmarkts. Diese Tätigkeit fällt nicht unter das WpHG und wird damit nicht von der BaFin, sondern gem. §§ 34f und 34g GewO i. V. m. der FinVermV von der regional organisierten Gewerbeaufsicht überwacht.<sup>166</sup> Dass Letztere in

149) Für einen Überblick über die Verhaltenspflichten im bisherigen Börsen- und Kollektivanlagenrecht vgl. *Baumann*, Verhaltensregeln im Finanzmarktrecht, 2018, Rz. 40 ff.

150) Für einen Überblick über die Prospektpflicht im bisherigen Recht vgl. *Zohl/Kramer* (Fußn. 38), Rz. 1105 ff.; s. auch unten V. 4.

151) S. dazu etwa die Berichte der FINMA zu Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten v. 2. 3. 2010 sowie zur Regulierung von Produktion und Vertrieb von Finanzprodukten an Privatkunden von Oktober 2010 und v. 24. 2. 2012; s. auch Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8912 ff.; *Zulauf*, SZW 2011, 265.

152) Vgl. dazu das Positionspapier von SwissBanking, „Marktzugang für Schweizer Banken – Bedeutung und Perspektiven“, Juni 2019, wonach Banken in der Schweiz u. a. Vermögen von Privatkunden aus dem EU-Raum i. H. v. ca. 1.000 Mrd. CHF verwalten.

153) Generell zu den Drittstaatenregimes im europäischen Finanzmarktrecht s. oben I.

154) Das unmittelbar anwendbare Drittstaatenregime in Art. 46 ff. MiFIR betrifft die Zulässigkeit von Leistungen an in der EU ansässige geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden. Das Zulässigkeitsregime für die Erbringung von Leistungen einer Drittlandfirma an in der EU ansässige Kleinanleger und gekorene professionelle Kunden ist in Art. 39 ff. MiFID II geregelt. Bei deren Umsetzung haben die Mitgliedstaaten einen Ermessensspielraum: Sie können wählen, ob sie von Instituten eines Drittstaats die Errichtung einer Zweigniederlassung verlangen oder nicht. Wird eine Zweigniederlassung vorgeschrieben, müssen Institute die wesentlichen Verhaltenspflichten von MiFID II einhalten. Verzichtet ein EU-Mitgliedstaat auf eine Zweigniederlassung, kann er die Rahmenbedingungen für die Institute aus Drittstaaten selber festlegen. Dabei wird er sich allerdings zwangsläufig an MiFID II orientieren, um Wettbewerbsverzerrungen im Inland zu verhindern. Faktisch sind Finanzdienstleister aus Drittstaaten daher auch in diesem Fall gezwungen, MiFID II einzuhalten. Eingehend zum Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II aus Schweizer Sicht *Emmenegger/Bigler*, SZW 2019, 155, 162 f.; *Jutzi/Feuz*, Jusletter 25. 4. 2016, Rz. 53 ff.; *Sethe*, SZW 2014, 615; *Sethe* (Fußn. 3), S. 135 ff.; *Weber/Sethe*, SJZ 2014, 569; zum Drittstaatenregime aus deutscher Sicht mit Bezug auf die Pflichten des WpHG *Schuster/Pitz/Matzen*, ZBB 2018, 197.

155) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8915 ff.

156) Dazu sogleich V. 3.1 bis V. 3.3.

157) Vgl. Eidg. Finanzdepartement, Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage FIDLEG/FINIG v. 25. 6. 2014, S. 18 ff.; *Schleiffjer/Schärli*, GesKR 2014, 334, 342 f.

158) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8914. Der Bundesrat führte im Jahr 2018 die Vernehmlassung für eine entsprechende Änderung der ZPO durch, vgl. Bundesamt für Justiz, Erläuternder Bericht zur Änderung der Zivilprozessordnung (Verbesserung der Praxistauglichkeit und der Rechtsdurchsetzung) v. 2. 3. 2018. Bei Drucklegung dieses Beitrags lag noch kein Gesetzesentwurf vor.

159) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8996.

160) Die Legaldefinition der Finanzdienstleistungen findet sich in Art. 3 lit. c FIDLEG. Zu den diesbezüglichen Unterschieden zum deutschen Recht vgl. *Sethe*, in: Casper et al., Festschrift Köndgen, 2016, S. 599, 606 f.; vgl. auch *Abegglen/Wettstein*, SZW 2018, 131, 136 f.

161) Zur Legaldefinition der Finanzdienstleister *Abegglen/Wettstein*, SZW 2018, 131, 138 f.; *Fahrländer*, SZW 2018, 474, 475 f.; *Nobel* (Fußn. 16), § 10 Rz. 78 ff.; *Sethe* (Fußn. 160), S. 604 ff.

162) Zur Nichtunterstellung der unabhängigen Anlageberater unter das FINIG s. oben IV. 1.

163) S. hierzu unten V. 5.

164) Dazu sogleich im nächsten Absatz.

165) Zur Frage, ob dies für die Äquivalenzerkennung durch die EU ein Problem sein könnte, s. oben IV. 1.

166) Zwar stellen die Produkte des grauen Kapitalmarkts Finanzinstrumente i. S. v. § 2 Abs. 4 Ziff. 7 WpHG dar; jedoch fällt der hauptsächlich durch Anlageberater und -vermittler vorgenommene Vertrieb nicht unter das WpHG, sondern unter die GewO (vgl. § 3 Abs. 1 Ziff. 7 lit. e WpHG).

der Lage ist, den bundesweiten grauen Kapitalmarkt wirksam zu beaufsichtigen, wird im Schrifttum bezweifelt.<sup>167)</sup>

Ebenfalls unter das FIDLEG fallen Kundenberater (Art. 2 Abs. 1 lit. b FIDLEG). Als solche gelten natürliche Personen, die im Namen eines Finanzdienstleisters oder selbst als Finanzdienstleister Finanzdienstleistungen erbringen (Art. 3 lit. e FIDLEG). Kundenberater von inländischen Finanzdienstleistern, die nicht prudenziell beaufsichtigt werden, sowie Kundenberater von ausländischen Finanzdienstleistern dürfen ihre Tätigkeit in der Schweiz erst ausüben, wenn sie in einem Beraterregister eingetragen sind (Art. 28 Abs. 1 FIDLEG). Nach Art. 31 des Entwurfs der FIDLEV sollen jedoch Kundenberater von ausländischen Finanzdienstleistern, die im Ausland einer prudenziellen Aufsicht unterstehen und die Teil einer Finanzgruppe sind, welche gesetzlich der konsolidierten Aufsicht der FINMA untersteht, von der Registrierungspflicht ausgenommen sein, soweit sie ihre Dienstleistungen in der Schweiz ausschließlich gegenüber professionellen oder institutionellen Kunden erbringen.<sup>168)</sup> Die Eintragung in das Beraterregister setzt einerseits Kenntnisse über die Verhaltensregeln, eine Berufshaftpflichtversicherung sowie den Anschluss an eine Ombudsstelle voraus. Andererseits dürfen gegen die fragliche Person keine straf- oder aufsichtsrechtlichen<sup>169)</sup> Sanktionierungen vorliegen (Art. 29 FIDLEG). Das Beraterregister gemäß FIDLEG ist nicht mit dem Beraterregister (Mitarbeiter- und Beschwerde-register) i. S. v. § 87 WpHG zu vergleichen. Das – nicht öffentliche – Beraterregister im deutschen Recht dient der Erfassung von Beschwerden gegen Kundenberater. Dies ermöglicht es der BaFin, bei einer Häufung von Beschwerden bei einzelnen Kundenberatern Kontrollen durchzuführen und – als Ultima Ratio – Sanktionen zu verhängen.<sup>170)</sup> Das – öffentliche – Schweizer Beraterregister bezweckt dagegen ausschließlich, dass sich Kunden von Finanzdienstleistern über die Person ihres Kundenberaters informieren können.<sup>171)</sup>

Als Finanzdienstleister gelten Personen, die Finanzdienstleistungen „in der Schweiz oder für Kunden in der Schweiz“ erbringen (Art. 3 lit. d FIDLEG). Entsprechend unterstehen Schweizer Finanzdienstleister dem FIDLEG unabhängig davon, ob sie Dienstleistungen für Kunden in der Schweiz oder im Ausland erbringen. Ausländische Finanzdienstleister werden vom Gesetz erfasst, wenn sie sich an Kunden in der Schweiz wenden. Dies gilt – anders als beim Geltungsbereich des FINIG und des BankG<sup>172)</sup> – auch bei reinen Cross-Border-Dienstleistungen ohne physische Präsenz in der Schweiz.<sup>173)</sup> Diese Ausweitung des räumlichen Anwendungsbereichs wird mit der Schutzbedürftigkeit des inländischen Publikums begründet: Ausländische Finanzdienstleister sollen die gleichen Verhaltensregeln einhalten müssen wie Schweizer Anbieter, um inländische Kunden gleich gut zu schützen. Der Gesetzgeber hat jedoch selber eingeräumt, dass die Durchsetzung der Vorschriften gegenüber ausländischen Finanzdienstleistern aufgrund des Territorialitätsprinzips nur schwer möglich sein wird.<sup>174)</sup> Im Interesse der Rechtssicherheit sieht der Entwurf der FIDLEV eine Klarstellung vor, in welchen Fällen eine Finanzdienstleistung als nicht „in der Schweiz erbracht“ i. S. v. Art. 3 lit. d FIDLEG gilt. Dies ist nach Art. 2 Abs. 2 E-FIDLEV der Fall bei Finanzdienstleistungen von ausländischen Finanzdienst-

leistern im Rahmen einer Kundenbeziehung, die auf ausdrückliche Initiative eines Kunden eingegangen worden ist (lit. a), sowie bei Finanzdienstleistungen, die von Kunden auf dem Korrespondenzweg im Ausland angefragt werden (lit. b). Diese Formulierung ist das spiegelbildliche Abbild der passiven Dienstleistungsfreiheit der EU.<sup>175)</sup> Die vorgeschlagene Definition ist etwas breiter als jene von Art. 42 MiFID II, hat jedoch den Vorteil, dass schwierige Beweisabgrenzungen (wann ist eine Dienstleistung auf Eigeninitiative erbracht) entfallen.<sup>176)</sup>

## 2. Kundensegmentierung

Das bisherige Schweizer Recht kennt eine Abstufung der Wohlverhaltensregeln nach Kundengruppen ausschließlich beim Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen (Art. 10 KAG).<sup>177)</sup> In Art. 4 und 5 FIDLEG wird nun für die Erbringung sämtlicher Finanzdienstleistungen eine Kategorisierung in Privatkunden, professionelle Kunden und institutionelle Kunden eingeführt. Dabei orientierte sich der Gesetzgeber an den Kategorien der MiFID II (Kleinanleger, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien),<sup>178)</sup> ohne diese aber eins zu eins zu übernehmen.<sup>179)</sup>

Wie im europäischen Recht ist auch im FIDLEG ein Wechsel der Kundengruppe möglich. So können vermögende Privatkunden erklären, dass sie als professionelle Kunden gelten wollen (Art. 5 Abs. 1 FIDLEG). Als vermögend gilt gem. Art. 5 Abs. 2 FIDLEG, wer glaubhaft erklärt, dass er (lit. a) aufgrund der persönlichen Ausbildung und der beruflichen Erfahrung oder aufgrund einer vergleichbaren Erfahrung im Finanzsektor über die Kenntnisse verfügt, die notwendig sind, um die Risiken der Anlagen zu verstehen, und über ein Vermögen von mindestens 500.000 CHF verfügt, oder (lit. b) wer über ein Vermögen von mindestens 2 Mio. CHF verfügt. Die Variante gemäß lit. a, die auf die Kenntnisse und die Erfahrung der Anleger abstützt, entspricht der Lösung in der MiFID II (vgl. Anhang II, Ziff. II). Die Variante gemäß lit. b sieht jedoch auch die Möglichkeit einer Höherstufung eines Privatkunden zum professionellen Kunden allein gestützt auf sein

167) Vgl. statt vieler *Heisterhagen/Conreder*, DSrR 2015, 1929, 1933 ff.; *Martin*, Kriminalistik 2016, 723.

168) Zur Kundensegmentierung s. unten V 2.

169) Aus aufsichtsrechtlicher Sicht darf kein Tätigkeits- oder Berufsverbot gegen den Kundenberater vorliegen.

170) Zum Mitarbeiter- und Beschwerderegister im deutschen Recht statt vieler *Halbleib*, WM 2011, 673; vgl. auch BaFin, Technische Fragen und Antworten zum Mitarbeiter- und Beschwerderegister nach § 87 WpHG, Januar 2018.

171) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8968.

172) Dazu oben IV 1.

173) Eingehend zum räumlichen Geltungsbereich des FIDLEG *Sethe* (Fußn. 160), S. 607 f.

174) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8916 f.

175) Eingehend zur passiven Dienstleistungsfreiheit in der EU *Sethe*, SZW 2014, 615, 622 f.

176) Vgl. Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (Fußn. 118), S. 18.

177) Daneben schreibt Art. 11 Abs. 2 BEHG vor, dass Effektenhändler bei der Erfüllung ihrer Pflichten die Geschäftserfahrung und die fachlichen Kenntnisse der Kunden zu berücksichtigen haben. Das Gesetz sieht aber keine konkreten Kundenkategorien vor. Zur bisherigen Rechtslage s. etwa *Braidt*, SZW 2018, 486, 488 f.; *Eggen/Staub*, GesKR 2012, 55; *Schoop*, Kundensegmentierung am Point of Sale, 2014.

178) Vgl. zu den Kundengruppen im europäischen Recht etwa *Rost*, in: von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, 2008, S. 97.

179) Zu den Unterschieden zwischen der Kundensegmentierung in der MiFID II und im FIDLEG im Detail s. *Abegglen/Hochstrasser*, SJZ 2016, 369, 370 ff.; *Braidt*, SZW 2018, 486, 489 ff.; *Sethe* (Fußn. 160), S. 608 f.; *Sethe*, SJZ 2014, 477, 483 f.

Vermögen vor. Dadurch ist die Schweizer Regelung weniger bevormundend als die europäische. Es ist jedoch zu beachten, dass ein großes Vermögen allein keine Finanzkenntnisse ersetzen kann,<sup>180)</sup> auch wenn ein vermögender Kunde eher in der Lage ist, Verluste zu verkraften. Weiter können professionelle Kunden erklären, dass sie als Privatkunden oder als institutionelle Kunden gelten wollen (Art. 5 Abs. 3 und 5 FIDLEG); Letztere können erklären, dass sie als professionelle Kunden gelten wollen (Art. 5 Abs. 6 FIDLEG).

### 3. Verhaltens- und Organisationspflichten

Das FIDLEG statuiert in Art. 7 ff. aufsichtsrechtliche Verhaltens- und Organisationspflichten, welche Finanzdienstleister beim Erbringen von Finanzdienstleistungen befolgen müssen. Unter die Verhaltenspflichten fallen die Informationspflicht gegenüber den Kunden, die Pflicht zur Durchführung einer Angemessenheits- oder Eignungsprüfung bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung, die Dokumentations- und Rechenschaftspflicht sowie die Pflicht zur Transparenz und Sorgfalt bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen. Die Organisationspflichten adressieren neben allgemeinen Anforderungen an die angemessene Organisation von Finanzdienstleistern insbesondere organisatorische Vorkehrungen zur Verhinderung von Interessenkonflikten.<sup>181)</sup>

Viele dieser Pflichten ergeben sich bereits unter bisherigem Recht aus dem Zivilrecht (insb. Auftragsrecht, vgl. Art. 398 Abs. 2, Art. 400 Abs. 1 OR)<sup>182)</sup> sowie aus der Selbstregulierung der Finanzbranche.<sup>183)</sup> Daher sind die wesentlichen Pflichten, die das FIDLEG aufstellt, inhaltlich nicht neu. Durch die aufsichtsrechtliche Verankerung auf Gesetzesstufe können die Pflichten jedoch in Zukunft durch die Aufsichtsbehörde durchgesetzt werden.<sup>184)</sup> Die Errungenschaft des FIDLEG liegt somit in der Möglichkeit, Anlegerschutzstandards präventiv und von Amts wegen anzuwenden. Ein vergleichbarer Schutz kann mittels privatrechtlicher Klagen nicht erreicht werden.<sup>185)</sup>

Weil die im FIDLEG statuierten Pflichten Aufsichtsrecht darstellen (vgl. Art. 7 Abs. 1 FIDLEG), können sie nicht direkt in das privatrechtliche Verhältnis zwischen den Finanzdienstleistern und ihren Kunden eingreifen. Die Gesetzesmaterialien halten ausdrücklich fest, dass es sich bei den Verhaltenspflichten – im Unterschied zum bisherigen Art. 11 BEHG<sup>186)</sup> – nicht um Doppelnormen handelt,<sup>187)</sup> sondern dass den Bestimmungen eine Ausstrahlungswirkung auf die zivilrechtliche Beziehung zukommt.<sup>188)</sup> Somit ist der Zivilrichter nicht an die Verhaltenspflichten des FIDLEG gebunden; er kann sie jedoch zur Konkretisierung entsprechender privatrechtlicher Bestimmungen heranziehen.<sup>189)</sup> Nicht geäußert hat sich der Gesetzgeber zur Schutznormeigenschaft der Verhaltenspflichten des FIDLEG; bejaht man diese, könnte die Verletzung der Pflichten eine außervertragliche Haftung gem. Art. 41 OR begründen. Diese Frage ist noch ungeklärt und im Schrifttum umstritten.<sup>190)</sup>

Im Folgenden soll auf drei Aspekte der neuen Regelung der aufsichtsrechtlichen Verhaltens- und Organisationspflichten eingegangen werden, bei welchen zentrale Abweichungen zum europäischen Recht bestehen.

### 3.1 Keine allgemeine Sorgfalts- und Treuepflicht

Der Entwurf des FIDLEG sah eine allgemeine Sorgfalts- und Treuepflicht der Finanzdienstleister gegenüber ihren Kunden vor (Art. 8 Abs. 2 E-FIDLEG). Damit sollte der Gehalt von Art. 24 Abs. 1 MiFID II übernommen werden, wonach Wertpapierfirmen bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen für ihre Kunden „ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden“ handeln müssen. Dies sind zentrale Grundprinzipien im europäischen Finanzdienstleistungsrecht.<sup>191)</sup> Erstaunlicherweise wurde die allgemeine Sorgfalts- und Treuepflicht in der parlamentarischen Beratung ersatzlos aus dem FIDLEG gestrichen.<sup>192)</sup> Ein Antrag einer Minderheit im Nationalrat, diese Pflichten wieder in die Vorlage aufzunehmen, wurde von der Mehrheit mit der Begründung abgelehnt, es handele sich dabei um eine „Selbstverständlichkeit“, die nicht im Gesetz geregelt werden müsse.<sup>193)</sup> Wenn man dieser Begründung folgt, hätte es weite Teile des

180) Kritisch daher *Baisch/Weber*, in: Sethe et al., Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, 2013, S. 198; *Baumgartner/von der Crone*, SZW 2019, 225, 230; *Sethe*, SZW 2014, 615, 625; vgl. auch *Nobel* (Fußn. 16), § 10 Rz. 143.

181) Für einen Überblick über die Verhaltens- und Organisationspflichten des FIDLEG vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8953 ff.; *Baummann* (Fußn. 149), Rz. 298 ff.; *Nobel* (Fußn. 16), § 10 Rz. 154 ff.

182) Für einen Überblick über die zivilrechtliche Pflichtenlage vgl. etwa *Bühler*, GesKR 2016, 1, 3 ff.; *Sethe*, in: Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., 2016, § 25.

183) S. z. B. *SwissBanking*, Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes v. 22. 10. 2008; VSV, Schweizerische Standesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung v. 22. 11. 2013; beide Selbstregulierungserlasse wurden von der FINMA gem. Art. 7 Abs. 3 FINMAG als Mindeststandard erklärt und sind somit allgemeinverbindlich, vgl. FINMA-Rundschreiben 2008/10.

184) Vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8922.

185) *Emmenegger/Döbeli*, SZW 2018, 639, 648; kritisch *Bohrer*, GesKR 2014, 318, 326; *Bühler*, GesKR 2016, 1, 12.

186) Art. 11 BEHG, der mit Inkrafttreten des FINIG und des FIDLEG aufgehoben werden wird, statuiert Verhaltenspflichten der Effektenhändler gegenüber ihren Kunden. Bei dieser Bestimmung handelt es sich nach Lehre und Rechtsprechung um eine Doppelnorm, welche sowohl eine zivilrechtliche als auch eine aufsichtsrechtliche Funktion hat; BGE 133 III 97, E. 5; *Bahar/Stupp*, in: Watter/Vogt, Basler Kommentar zum BEHG, 2. Aufl., 2011, Art. 11 Rz. 6 ff. m. w. N.

187) A. M. *Amadó*, AJP 2018, 990, der auch unter dem FIDLEG an der Theorie der Doppelnorm festhalten will.

188) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8921. Dieser Ansicht ist schließlich auch das Parlament gefolgt, nachdem das Verhältnis von Aufsichts- und Zivilrecht in Bezug auf die Pflichten des FIDLEG in der parlamentarischen Beratung zunächst umstritten war; vgl. zum Gesetzgebungsprozess *Jutzi/Eisenberger*, AJP 2019, 6, 14 ff.

189) Eingehend zum Verhältnis der Bestimmungen des FIDLEG zum Vertragsrecht zuletzt *Baumgartner/von der Crone*, SZW 2019, 225, 233 ff.; *Bertschinger*, SZW 2018, 708, 713 ff.; *Fahrländer*, SZW 2018, 474, 483 f.; *Jutzi/Eisenberger*, AJP 2019, 6; *Kuert*, AJP 2018, 1352; *Nobel* (Fußn. 16), § 10 Rz. 154 ff.

190) Vgl. die Überblicke über den Meinungsstand bei *Kuert*, AJP 2018, 1352, 1360 ff.; *Maurenbrecher*, in: Weber et al., Festschrift von der Crone, 2017, S. 555, 583 ff.; *Weber*, SJZ 2013, 405, 416 ff.

191) *Brenmcke*, in: Lehmann/Kumpan, European Financial Services Law, 2019, Art. 24 MiFID II Rz. 1.

192) In bestimmten Fällen greifen bei einer Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflicht andere Bestimmungen des FIDLEG: Art. 18 FIDLEG verpflichtet zur Best Execution bei der Bearbeitung von Kundenaufträgen und Art. 25 FIDLEG zu organisatorischen Vorkehrungen zur Verhinderung von Interessenkonflikten. Diese Einzelbestimmungen können jedoch eine allgemeine Sorgfalts- und Treuepflicht nicht ersetzen. So wird etwa der Fall, dass ein Vermögensverwalter das Kundenportfolio nicht ausreichend überwacht und daher die Kundeninteressen verletzt, weder von Art. 18 noch von Art. 25 FIDLEG erfasst; *Sethe* (Fußn. 3), S. 162. In Bezug auf die Sorgfalts- und Treuepflicht von Wertpapierhäusern stellt die Regelung des FIDLEG sogar einen Rückschritt im Vergleich zum bisherigen BEHG dar, welches für Effektenhändler eine ausdrückliche (allgemeine) Sorgfalts- und Treuepflicht gegenüber ihren Kunden statuiert (Art. 11 Abs. 1 lit. b und c BEHG), dazu *Bahar/Stupp*, in: Watter/Vogt (Fußn. 186), Art. 11 Rz. 59 ff.

193) Nationalrat *Müller*, AB 2017 N 1307; Bundesrat *Maurer*, AB 2017 N 1309.

FIDLEG gar nicht gebraucht, denn die meisten Pflichten existieren, wie schon erwähnt,<sup>194)</sup> bereits im Zivilrecht und in der Selbstregulierung.<sup>195)</sup> Der Zweck des FIDLEG ist aber gerade, eine gesetzliche Grundlage für ein Eingreifen der FINMA zu schaffen, weil deren Tätigkeit – wie das gesamte Verwaltungshandeln – an das Legalitätsprinzip gebunden ist.<sup>196)</sup>

Ein möglicher Ausweg könnte darin bestehen, dass die FINMA ihre Aufsichtsinstrumente von Art. 30 ff. FINMAG nach dem Gesetzeswortlaut bei der „Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen“ anwenden kann. Zu Letzteren zählen nach der Lehre auch die von der FINMA gem. Art. 7 Abs. 3 FINMAG als Mindeststandard anerkannten Selbstregulierungserlasse.<sup>197)</sup> Darüber hinaus führt das Erfordernis der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit (vgl. Art. 11 FINIG, Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG) dazu, dass mittelbar auch der Grundsatz von Treu und Glauben sowie allgemeine berufsspezifische Grundsätze als „aufsichtsrechtliche Bestimmungen“ gelten.<sup>198)</sup> Daher kann man argumentieren, dass ein Verstoß gegen die Sorgfalts- und Treupflicht durch Finanzdienstleister als Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen i. S. v. Art. 30 ff. FINMAG einzustufen ist, was der FINMA ein Eingreifen ermöglichen würde.<sup>199)</sup> Dieses Vorgehen ist jedoch gesetzessystematisch und auch rechtsstaatlich unbefriedigend; zentrale aufsichtsrechtliche Pflichten sollten ausdrücklich auf Gesetzesstufe verankert sein.<sup>200)</sup> Ob die Europäische Kommission bei der Äquivalenzprüfung des FIDLEG eine Regelung der Pflichten von Art. 24 Abs. 1 MiFID II auf der Stufe der Selbstregulierung als gleichwertig ansehen wird, bleibt abzuwarten.

### 3.2 Transaktionsbezogene und portfoliobezogene Anlageberatung

Das FIDLEG sieht in Art. 10 ff. bei der Anlageberatung und der Vermögensverwaltung die Pflicht zu einer Angemessenheits- oder Eignungsprüfung vor.<sup>201)</sup> Während nach Art. 25 Abs. 2 MiFID II bei allen Beratungsleistungen, also sowohl bei der Vermögensverwaltung als auch bei jeder Form der Anlageberatung, die Pflicht zu einem Geeignetheitstest besteht, nimmt das FIDLEG folgende Differenzierung vor: Eine umfassende Eignungsprüfung ist gem. Art. 12 FIDLEG bei der Vermögensverwaltung und der „Anlageberatung unter Berücksichtigung des Kundenportfolios“ vorgeschrieben. Wenn der Finanzdienstleister hingegen eine „Anlageberatung für einzelne Transaktionen erbringt, ohne dafür das gesamte Kundenportfolio zu berücksichtigen“, ist nur eine Angemessenheitsprüfung geschuldet (Art. 11 FIDLEG).<sup>202)</sup> Das FIDLEG unterscheidet mithin zwischen „transaktionsbezogener“ und „portfoliobezogener“ Anlageberatung, ohne diese beiden Begriffe jedoch weiter zu definieren.<sup>203)</sup> Diese Differenzierung wurde aufgrund entsprechender Stellungnahmen in der Vernehmlassung in das Gesetz aufgenommen<sup>204)</sup> und entspricht dem im Vergleich zum europäischen Recht weniger bevormundenden Anlegerchutzansatz in der Schweiz.<sup>205)</sup>

Mit der „transaktionsbezogenen Anlageberatung“ schafft das FIDLEG eine völlig neue Kategorie, die bisher weder im Zivilrecht noch im Aufsichtsrecht der EU oder der Schweiz be-

kannt ist.<sup>206)</sup> Es wird mithin eine neue „Unter-Stufe“ in die Trias Execution-Only, Anlageberatung und Vermögensverwaltung eingefügt, die sich zwischen der bloßen Ausführung von Kundenaufträgen und der umfassenden Anlageberatung ansiedeln lässt.<sup>207)</sup> Abgesehen von der Frage, ob diese Differenzierung inhaltlich überzeugt,<sup>208)</sup> führt sie zu schwierigen Abgrenzungen der transaktionsbezogenen Anlageberatung sowohl zur portfoliobezogenen Anlageberatung als auch zum Execution-Only.<sup>209)</sup> Ob die dadurch entstehende Rechtsunsicherheit durch die Praxis gemindert werden kann, wird sich zeigen müssen. Einstweilen ist es für Finanzdienstleister ratsam, im Zweifel von einer portfoliobezogenen Anlageberatung auszugehen und entsprechend vor einer Beratung eine Eignungsprüfung gem. Art. 12 FIDLEG durchzuführen.<sup>210)</sup> Ob die EU die Regelung des FIDLEG als äquivalent einstufen wird, ist aufgrund der klaren Abweichung von der Regelung in der MiFID II derzeit ebenfalls unsicher.<sup>211)</sup>

194) S. oben V 3.

195) *Sethe* (Fußn. 3), S. 161 f.; kritisch auch *Emmenegger/Döbeli*, SZW 2018, 639, 651.

196) Art. 5 Abs. 1 Bundesverfassung; *Häfelin/Müller/Uhlmann*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 7. Aufl., 2016, Rz. 325 ff.

197) Statt vieler *Roth Pellanda/Kopp*, in: Watter/Bahar, Basler Kommentar zum FINMAG, 3. Aufl., 2019, Art. 30 Rz. 10 m. w. N.

198) *Roth Pellanda/Kopp* (Fußn. 197), Art. 30 Rz. 9.

199) *Sethe* (Fußn. 3), S. 162 f.

200) *Sethe* (Fußn. 3), S. 163.

201) Im Unterschied zu Art. 25 Abs. 3 MiFID II muss bei Execution-Only-Geschäften keine Prüfung vorgenommen werden; die Finanzdienstleister müssen ihre Kunden aber auf diesen Umstand hinweisen (Art. 13 Abs. 1 und 2 FIDLEG). Es kann jedoch auch gem. Art. 25 Abs. 3 und 4 MiFID II auf den Angemessenheitstest bei Execution-Only verzichtet werden, wenn der Kunde darüber informiert wird, die Transaktion auf Veranlassung des Kunden erfolgt und sie sich auf nichtkomplexe Finanzinstrumente bezieht. Somit besteht die Abweichung letztlich allein darin, dass das Schweizer Recht auch bei komplexen Finanzinstrumenten auf die Angemessenheitsprüfung verzichtet, *Weber/Sethe*, SJZ 2014, 569, 577; skeptisch *Alexander*, in: Alexander et al., Brexit and Financial Services, 2018, S. 115, 146. Diese Abweichung allein sollte nicht so gravierend sein, dass deshalb von der EU die Äquivalenz des FIDLEG verneint wird, *Sethe* (Fußn. 3), S. 165.

202) Bei der Angemessenheitsprüfung sind im Unterschied zur Eignungsprüfung weder die Anlageziele noch die finanziellen Verhältnisse des Kunden zu erfragen. Es ist jedoch zu beachten, dass es sich bei Art. 11 FIDLEG der Sache nach nicht um den Angemessenheitstest der EU handelt. Zwar ist die Erkundigungspflicht deckungsgleich, aber die Rechtsfolge ist eine andere: Der Finanzdienstleister muss den Kunden nicht nur wie nach Art. 25 Abs. 3 Unterabs. 2 MiFID II warnen, sondern er darf nur solche Finanzinstrumente empfehlen, die zu den Kenntnissen und Erfahrungen seines Kunden passen. Man könnte daher auch von einem „Geeignetheitstest light“ sprechen, so *Hens/Sethe*, in: Weber et al., Festschrift von der Crone, 2017, S. 589, 609.

203) Auch der Entwurf der FIDLEV äußert sich nicht zur Definition und zur Abgrenzung dieser beiden Begriffe.

204) Vgl. Bericht des Eidg. Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zum FIDLEG und FINIG v. 13. 3. 2015, S. 18 ff. Der Vorentwurf des FIDLEG entsprach noch der Regelung in der MiFID II, dazu *Schleiffer/Schärli*, GesKR 2014, 334, 338.

205) *Abegglen/Luterbacher*, SZW 2018, 462, 470 f.; vgl. dazu bereits oben V 2.

206) *Hens/Sethe* (Fußn. 202), S. 617. Im Gegensatz zur geläufigen Abgrenzung zwischen „dauernder“ und „punktuelle“ Anlageberatung erfolgt die Differenzierung gem. FIDLEG nicht durch quantitative Aspekte wie der Häufigkeit oder der Dauer der Beratung, sondern aufgrund qualitativer Kriterien, *Abegglen/Luterbacher*, SZW 2018, 462, 464; *Andermatt*, GesKR 2017, 75, 76.

207) *Abegglen/Luterbacher*, SZW 2018, 462, 469.

208) Kritisch *Thévenoz*, in: Emmenegger, Bankvertragsrecht, 2017, S. 247, 249 ff.; *Sethe*, Die Volkswirtschaft 6/2018, 46, 46 f.; *Sethe* (Fußn. 3), S. 164, nach dem jede Einzeltransaktion Auswirkungen auf die Risiken eines vorhandenen Gesamtportfolios habe, weshalb sich die Frage stelle, ob eine rein transaktionsbezogene Beratung überhaupt sinnvoll sein kann.

209) Eingehend zu den Abgrenzungsfragen *Abegglen/Luterbacher*, SZW 2018, 462; *Andermatt*, GesKR 2017, 75; *Baumgartner/von der Crone*, SZW 2019, 225, 228 f.

210) *Abegglen/Luterbacher*, SZW 2018, 462, 473.

211) Diesbezüglich kritisch *Hens/Sethe* (Fußn. 202), S. 617 f.; *Sethe* (Fußn. 3), S. 164; *Thévenoz* (Fußn. 208), S. 250; vgl. auch *Emmenegger/Döbeli*, SZW 2017, 752, 765.



### 3.3 Retrozessionen

Die aufsichtsrechtliche Regelung der Retrozessionen bzw. Kickbacks findet sich in Art. 26 FIDLEG. Nach dessen Abs. 1 dürfen Finanzdienstleister im Zusammenhang mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen Entschädigungen<sup>212)</sup> von Dritten nur annehmen, wenn sie (lit. a) die Kunden vorgängig ausdrücklich über die Entschädigung informiert haben und diese darauf verzichten, oder (lit. b) die Entschädigung vollumfänglich an die Kunden weitergeben. Diese Regelung gilt für sämtliche Arten von Finanzdienstleistungen und damit sowohl für die Anlageberatung als auch für die Vermögensverwaltung.<sup>213)</sup>

Somit unterscheidet sich das FIDLEG in diesem Bereich erheblich vom europäischen Recht. Art. 24 Abs. 8 MiFID II verbietet bei der Vermögensverwaltung die Annahme von Rückvergütungen gänzlich, sofern sie nicht in vollem Umfang an den Kunden ausgekehrt werden.<sup>214)</sup> Bei der Anlageberatung unterscheidet die MiFID II zwischen der Anlageberatung auf Provisionsbasis und der unabhängigen Honoraranlageberatung. Bei Ersterer darf der Berater Retrozessionen annehmen, wenn sie die Qualität der Leistung verbessern, die Interessenwahrungspflicht nicht beeinträchtigen sowie Art und Höhe gegenüber dem Kunden aufgedeckt werden (Art. 24 Abs. 9 MiFID II).<sup>215)</sup> Erbringt die Wertpapierfirma dagegen eine unabhängige Honoraranlageberatung, darf sie keine Vergütung von dritter Seite annehmen oder muss diese an den Kunden weiterleiten (Art. 24 Abs. 7 MiFID II).<sup>216)</sup>

Die Schweizer Lösung in Art. 26 FIDLEG, die nicht auf ein Verbot von Rückvergütungen, sondern auf Transparenz gegenüber dem Kunden setzt, entspricht weitgehend der Regelung wie sie früher die MiFID I bzw. deren Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG vorsah.<sup>217)</sup> Die Abweichung des FIDLEG zur MiFID II im Bereich der Anlageberatung<sup>218)</sup> sollte sich nicht als gravierend erweisen,<sup>219)</sup> da sich die Rechtsfigur des Honorarberaters auch in vielen Mitgliedstaaten der EU noch nicht am Markt durchgesetzt hat.<sup>220)</sup> Problematischer könnte es bei der Regelung der Vermögensverwaltung aussehen: Unabhängig davon, wie man die Zulässigkeit von Retrozessionen bei der Vermögensverwaltung materiell beurteilt,<sup>221)</sup> erscheint eine Äquivalenzerkennung der Regelung von Art. 26 FIDLEG aufgrund der klaren Abweichung von Art. 24 Abs. 8 MiFID II als fraglich.<sup>222)</sup> Es könnte insbesondere ins Gewicht fallen, dass die Schweizer Lösung zu einer Wettbewerbsverzerrung auf dem internationalen Markt für Vermögensverwaltungen führen kann.<sup>223)</sup> Bedenkt man, dass in der Schweiz weltweit am meisten Vermögen verwaltet wird,<sup>224)</sup> kann man gespannt sein, ob die EU diese Differenz hinnimmt.

### 4. Prospektrecht

Das FIDLEG führt zu einer fundamentalen Umgestaltung des schweizerischen Primärkapitalmarktrechts, welches dadurch weitgehend an die neue EU-Prospektverordnung<sup>225)</sup> angeglichen wird. Die bisherige Rechtslage unterscheidet sich erheblich gegenüber jener in der EU: Auf Gesetzesstufe bestehen nur lückenhafte Vorschriften zum Prospekterfordernis und zu dessen Inhalt beim öffentlichen Angebot von Betei-

gungsrechten und Anleihen (Art. 652a und 1156 OR). Zudem gibt es keine Prospektgenehmigungspflicht; eine Verletzung der Pflicht zur Erstellung eines Emissionsprospekts ist somit ausschließlich unter haftungsrechtlichen Aspekten relevant (Art. 752 und 1156 Abs. 3 OR). Ausführliche Bestimmungen finden sich lediglich in den Selbstregulierungserlassen der Börsen, die indes nur bei einer Kotierung anwendbar sind. Entsprechend ist es unter bisherigem Recht wesentlich, zwischen Emissionsprospekt gemäß OR und Kotierungsprospekt gemäß den Kotierungsreglementen zu unterscheiden.<sup>226)</sup>

Das FIDLEG sieht nun auf Gesetzesstufe eine detaillierte und für sämtliche Effekten geltende Regelung der Prospektpflicht und des erforderlichen Prospektinhalts sowie eine aufsichtsrechtliche Prüfung der Prospekte vor. Dies führt zu einem Paradigmenwechsel von rein zivilrechtlichen Prospektpflichten unter bisherigem Recht zu (auch) aufsichtsrechtlichen Prospektpflichten.<sup>227)</sup> Zudem wird eine Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts eingeführt, wenn Finanzinstrumente an Privatkunden angeboten werden. Die neue Prospektpflicht kommt sowohl bei der Emission als auch bei der Kotierung von Effekten zur Anwendung. Die Unterscheidung zwischen Emissions- und Kotierungsprospekt ist somit nur noch dort von Bedeutung, wo die Kotierungsreglements der Börsen Regelungen enthalten, die über die gesetzlichen Anforderungen

212) Als Entschädigung gelten Leistungen, die dem Finanzdienstleister im Zusammenhang mit der Erbringung einer Finanzdienstleistung von Dritten zufließen, insbesondere Courtagen, Kommissionen, Provisionen, Rabatte oder sonstige vermögenswerte Vorteile (Art. 26 Abs. 3 FIDLEG).

213) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8965 f.

214) Vgl. auch Art. 12 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593, ABl Nr. L 87/500 v. 31. 3. 2017.

215) Vgl. auch Art. 11 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593, ABl Nr. L 87/500 v. 31. 3. 2017.

216) Vgl. auch Art. 12 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593, ABl Nr. L 87/500 v. 31. 3. 2017.

217) Art. 19 Abs. 1 MiFID I i. V. m. Art. 26 Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG, ABl Nr. L 241/26 v. 2. 9. 2006.

218) Der Vorentwurf des Gesetzes sah in Anlehnung an MiFID II noch die Unterscheidung zwischen auf Provisionsbasis und auf Honorarbasis arbeitenden Finanzdienstleistern vor (Art. 9 VE-FIDLEG), wobei diese Regelung sowohl für Anlageberater als auch für Vermögensverwalter gelten sollte. Im Entwurf wie dann auch im verabschiedeten Gesetz ist diese Unterscheidung ersatzlos entfallen.

219) *Sethe* (Fußn. 3), S. 167; kritischer *Küppers*, Neuordnung der Finanzmarktauf-sicht im Bereich der bankseitigen Erbringung und Vergütung von Finanzdienstleistungen, 2017, S. 280 f.

220) Vgl. das Beispiel Deutschlands bei *Sethe* (Fußn. 3), S. 167, wo man davon ausgeht, dass der Marktanteil der unabhängigen Anlageberater bei deutlich unter 1 % liegt.

221) Kritisch *Sethe*, SJZ 2014, 477, 484 ff.; *Sethe*, Die Volkswirtschaft 6/2018, 46, 47, nach dem die Transparenzlösung bei der Vermögensverwaltung nicht geeignet ist, weil der Verwalter die Anlageentscheidungen ohne Rücksprache mit dem Kunden trifft und Letzterer erst im Nachhinein über die getätigten Geschäfte und die damit verbundenen Retrozessionen informiert wird.

222) *Alexander* (Fußn. 201), S. 146 f.; *Fischer*, GesKR 2019, 284, 293 f.; *Küppers* (Fußn. 219), S. 279 ff.; *Sethe* (Fußn. 3), S. 166.

223) Wegen des fehlenden Verbots von Rückvergütungen können Schweizer Vermögensverwalter auf den ersten Blick preiswertere Dienstleistungen anbieten als ihre Kollegen in der EU. Durch die Retrozessionen kommen sie dann per Saldo auf ähnlich hohe Einnahmen, aber die Kunden können dies zu Beginn der Geschäftsbeziehung noch nicht im Detail erkennen, *Sethe*, SJZ 2014, 477, 488; *Sethe* (Fußn. 3), S. 166.

224) Deloitte, International Wealth Management Centre Ranking 2018, S. 15 ff. 225) VO (EU) 2017/1129, ABl Nr. L 168/12 v. 30. 6. 2017; diese ersetzt die bisherige EU-Prospektrichtlinie (2003/71/EG, ABl Nr. L 345/64 v. 31. 12. 2003), welche per 21. 7. 2019 aufgehoben wird (Art. 49 ProspektVO).

226) Für einen Überblick über die Prospektpflicht im bisherigen Recht vgl. *Zobl/Kramer* (Fußn. 38), Rz. 1105 ff.

227) *Bösch*, ZSR 2016 I, 81, 84 f.



hinausgehen.<sup>228)</sup> Sofern neu ausgegebene und öffentlich zur Zeichnung angebotene Effekten an einer Börse kotiert werden sollen, wird es auch in Zukunft, wie bereits unter bisherigem Recht, üblich sein, den Emissionsprospekt und den Kotierungsprospekt als ein einziges Dokument auszugestalten.<sup>229)</sup>

#### 4.1 Prospektpflicht

Gem. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG muss einen Prospekt veröffentlichen, wer in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreitet oder wer um Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz nach Art. 26 FinfraG<sup>230)</sup> ersucht. Somit gilt die Prospektpflicht neu für sämtliche Beteiligungs- und Forderungsrechte in Form von Effekten,<sup>231)</sup> namentlich auch für Derivate und strukturierte Produkte, sofern keine ausdrücklich geregelte Ausnahme zur Anwendung kommt. Für kollektive Kapitalanlagen gelten jedoch Sonderbestimmungen.<sup>232)</sup> Zudem besteht die Prospektpflicht im neuen Recht auch bei öffentlichen Angeboten im Rahmen von Sekundärplatzierungen. Der räumliche Anwendungsbereich des Prospektrechts ist nach dem Gesetzeswortlaut auf die Schweiz beschränkt; ein Angebot an Anleger außerhalb der Schweiz löst – unabhängig davon, ob es sich um einen schweizerischen oder ausländischen Emittenten handelt – keine Prospektpflicht nach dem FIDLEG aus.<sup>233)</sup> Umgekehrt muss ein ausländischer Emittent, der in der Schweiz Effekten öffentlich zum Erwerb anbietet oder um Handelszulassung ersucht, das Schweizer Prospektrecht einhalten.<sup>234)</sup>

Ein öffentliches Angebot wird in Art. 3 lit. g und h FIDLEG in Anlehnung an das europäische Recht<sup>235)</sup> definiert als „jede Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält“ sowie „an das Publikum gerichtet“ ist. Letzteres ist gemäß dem Gesetzgeber der Fall, wenn sich das Angebot nicht an einen beschränkten Personenkreis richtet.<sup>236)</sup> Somit wird für die Definition des „öffentlichen Angebots“ wie bereits unter bisherigem Recht nicht die Zahl der Adressaten, sondern die Unbegrenztheit des Adressatenkreises ausschlaggebend sein.<sup>237)</sup> Weil Art. 35 Abs. 1 FIDLEG dem europäischen Recht entsprechend auch die Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz nach Art. 26 FinfraG als Auslöser der Prospektpflicht statuiert, müssen die Regulierungen der Handelszulassung durch das FinfraG und das FIDLEG voneinander abgegrenzt werden: Während es den Handelsplätzen nach Art. 26 FinfraG gestützt auf Art. 27 und Art. 35 bzw. 36 FinfraG überlassen ist, in ihren Regularien zu bestimmen, welche Emittenten sie zulassen und welche Anforderungen sie an die Effekten stellen, werden die Prospektpflicht für die Handelszulassung (Art. 35 Abs. 1 FIDLEG) und die Ausnahmen davon (Art. 38 FIDLEG) abschließend im FIDLEG geregelt.<sup>238)</sup>

Art. 36 – 38 FIDLEG enthalten Ausnahmen von der Prospektpflicht. Vorgesehen sind Ausnahmen nach der Art des Angebots und nach der Art der Effekten sowie Ausnahmen für die Zulassung zum Handel. Diese Ausnahmen lehnen sich an die bisherige Regelung im Kotierungsreglement der SIX sowie

an das europäische Recht<sup>239)</sup> an, sind aber teilweise liberaler. So muss beispielsweise kein Prospekt veröffentlicht werden, wenn sich das öffentliche Angebot an weniger als 500 Anleger richtet<sup>240)</sup> oder wenn es über einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet einen Gesamtwert von 8 Mio. CHF nicht übersteigt (Art. 36 Abs. 1 lit. b und e FIDLEG). Im europäischen Recht belaufen sich die entsprechenden Schwellenwerte auf 150 Anleger und einen Gesamtwert von 1 Mio. € (Art. 1 Abs. 3 und 4 lit. b ProspektVO), wobei die Mitgliedstaaten eine Ausnahme beschließen können, bei welcher der Gesamtwert 8 Mio. € nicht überschreitet (Art. 3 Abs. 2 lit. b ProspektVO).<sup>241)</sup>

Der erforderliche Prospektinhalt wird gegenüber dem bisherigen Recht (vgl. Art. 652a und 1156 OR) erheblich ausgeweitet. Die Mindestinhalte in Art. 40 FIDLEG sind gem. Art. 46 FIDLEG in der Ausführungsverordnung weiter zu konkretisieren. Nach dem Entwurf der FIDLEV regelt die Verordnung die detaillierten Mindestangaben je nach Art der Effekte in Schemata und orientiert sich dabei an den aktuellen Schemata der SIX.<sup>242)</sup> Diese entsprechen den Vorgaben der IOSCO und weitgehend auch den Anforderungen des europäischen Rechts.<sup>243)</sup>

#### 4.2 Prüfung des Prospekts

Mit Inkrafttreten des FIDLEG sieht das Schweizer Prospektrecht, dem europäischen und US-amerikanischen Recht entsprechend, neu eine präventive Prüfung der Prospekte vor.<sup>244)</sup> Wie schon erwähnt, führt dies zu einem Paradigmenwechsel:

228) Es ist jedoch fraglich, ob dies angesichts der detaillierten Anforderungen des FIDLEG und der FIDLEV in Zukunft noch der Fall sein wird. Weil die endgültigen Inhalte der FIDLEV und der revidierten Börsenregularien im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags noch nicht bekannt waren, konnte diese Frage nicht abschließend beurteilt werden.

229) *Weber/Kronauer/Fahrländer* (Fußn. 74), Rz. 44.87.

230) Als solche gelten neben Börsen auch multilaterale Handelssysteme; s. zu den Handelsplätzen oben III 2.1.

231) Als Effekten gelten gem. Art. 3 lit. b FIDLEG vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten. 232) Art. 48 ff. und 65 FIDLEG, hierzu *Schleiffer/Schärli*, GesKR 2018, 1, 9.

233) *Weber/Kronauer/Fahrländer* (Fußn. 74), Rz. 44.93.

234) Zur kollisionsrechtlichen Anknüpfung der Prospekthaftung s. unten V 4.4.

235) Vgl. Art. 2 lit. d ProspektVO.

236) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8948; dies soll ausdrücklich in der Ausführungsverordnung geregelt werden (vgl. Art. 3 Abs. 4 E-FIDLEV).

237) Eingehend zu Definition und Abgrenzungsfragen des „öffentlichen Angebots“ *Bösch*, in: *Weber et al.*, Festschrift von der Crone, 2017, S. 495, 498; *Bösch*, ZSR 2016 I, 81, 85 ff.; *Rehm/Werlen*, in: *Reutter/Werlen*, Kapitalmarkttransaktionen IX, 2014, S. 55, 65 ff.; *Schleiffer/Schärli*, GesKR 2018, 1, 2 ff.; *Spillmann/Giger*, GesKR 2019, 182, 184 ff.; *Spillmann/Meyer* (Fußn. 8), S. 13 ff.; *Weber/Kronauer/Fahrländer* (Fußn. 74), Rz. 44.90.

238) *Bösch* (Fußn. 237), S. 504 ff.; *Weber/Kronauer/Fahrländer* (Fußn. 74), Rz. 44.91.

239) Art. 1 und 3 ProspektVO.

240) Kritisch dazu *Bösch*, SZW 2018, 451, 460 f.

241) Vgl. zur Prospektfreiheit „kleiner“ Wertpapieremissionen unter 8 Mio. € im deutschen Recht jüngst *Klöhn*, ZIP 2018, 1713; *Voß*, ZBB 2018, 305, 308 ff. Eingehend zu den Ausnahmen von der Prospektpflicht im FIDLEG *Schleiffer/Schärli*, GesKR 2018, 1; *Spillmann/Giger*, GesKR 2019, 182, 191 ff.; *Spillmann/Meyer* (Fußn. 8), S. 15 ff.; *Weber/Kronauer/Fahrländer* (Fußn. 74), Rz. 44.94 ff.

242) Vgl. <https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/regulation/issuerfinder.html> (Abruf: 15. 7. 2019).

243) Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (Fußn. 118), S. 39.

244) Unter bisherigem Recht nahm die SIX bei Kotierungsprospekten bereits eine formelle Prüfung vor, welche sich jedoch auf die Selbstregulierungserlasse der Börse stützte. Keiner Prüfpflicht werden weiterhin die Prospekte kollektiver Kapitalanlagen unterliegen (Art. 51 Abs. 3 FIDLEG). Vorbehalten bleibt jedoch die Genehmigungspflicht für Dokumentationen ausländischer kollektiver Kapitalanlagen nach Art. 15 Abs. 1 lit. e und 120 KAG.

Während unter bisherigem Recht die Prospektpflicht eine rein zivilrechtliche Bedeutung hatte, wird sie nun auch einem aufsichtsrechtlichen Regime unterstellt.<sup>245)</sup> Als Prüfstelle fungiert im Unterschied zum europäischen Recht<sup>246)</sup> nicht eine Aufsichtsbehörde, sondern eine oder mehrere private Organisationen, welche jedoch durch die FINMA zugelassen sein müssen (Art. 52 FIDLEG). Der Gesetzgeber begründete dies damit, dass die FINMA personell und hinsichtlich Infrastruktur nicht in der Lage sei, diese öffentlich-rechtliche Aufgabe selber wahrzunehmen.<sup>247)</sup> Das Prüfungsverfahren wird jedoch dem Verwaltungsverfahrensgesetz des Bundes (VwVG) unterstellt (Art. 53 Abs. 1 FIDLEG); entsprechend kommt den Entscheiden der Prüfstellen Verfügungscharakter zu.<sup>248)</sup> Das Verfahren dürfte somit im Ergebnis mit einem Prospektprüfungsverfahren durch die in der EU zuständigen Verwaltungsbehörden vergleichbar sein.<sup>249)</sup> Ob die Schweizer Lösung in Bezug auf die Prüfung und Genehmigung von Prospekten insgesamt als äquivalent zum europäischen Recht angesehen wird (vgl. Art. 29 Abs. 3 ProspektVO), wird sich zeigen müssen.<sup>250)</sup> Die beiden Schweizer Börsen SIX Swiss Exchange und BX Swiss haben erklärt, sich für eine Zulassung als Prüfstelle bewerben zu wollen.<sup>251)</sup>

Als Prüfgegenstand nennt Art. 51 Abs. 1 FIDLEG die „Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit“ des Prospekts. Mit der Anforderung der Kohärenz ist gemeint, dass der Prospekt keine inneren Widersprüche enthalten darf. Nicht zu prüfen ist dagegen, ob der Prospekt inhaltlich richtig ist.<sup>252)</sup> Der Prospekt ist der Prüfstelle grundsätzlich vor seiner Veröffentlichung und somit vor der Unterbreitung eines öffentlichen Angebots bzw. einer Handelszulassung einzureichen. Der Schweizer Anleihenmarkt zeichnet sich dadurch aus, dass auch Retail Bonds ohne vorgängige Programmdokumentation innerhalb kürzester Zeit auf den Markt begeben werden können („Time to Market“).<sup>253)</sup> Um diese Eigenschaften des Schweizer Anleihenmarkts nicht zu gefährden und die zeitlich marktnahe Emission weiterhin zu ermöglichen, wird der Bundesrat in Art. 51 Abs. 2 FIDLEG ermächtigt, Effekten zu bezeichnen, deren Prospekt erst nach der Veröffentlichung geprüft werden muss; Voraussetzung dafür ist, dass eine Bank oder ein Wertpapierhaus bestätigt, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die wichtigsten Informationen über den Emittenten und die Effekte vorliegen. Die entsprechenden Effekten werden in der Ausführungsverordnung bezeichnet. Nach Art. 60 i. V. m. Anhang 7 des Entwurfs der FIDLEV fallen sämtliche Anleiheobligationen und strukturierte Produkte darunter.<sup>254)</sup>

Ausländische Prospekte können gem. Art. 54 Abs. 1 FIDLEG genehmigt werden, wenn sie nach internationalen Standards erstellt wurden und die Informationspflichten jenen des FIDLEG entsprechen. Darüber hinaus kann die Prüfstelle für Prospekte, die nach bestimmten Rechtsordnungen genehmigt wurden, eine automatische Genehmigung in der Schweiz vorsehen (Art. 54 Abs. 2 FIDLEG).<sup>255)</sup> Diese Möglichkeit kommt insbesondere für Prospekte infrage, die nach europäischem oder US-amerikanischem Recht erstellt wurden.<sup>256)</sup> Mit dieser Äquivalenzregelung soll ausländischen Emittenten bei internationalen Emissionen ein effizienter Zugang zum Schweizer Kapitalmarkt gewährleistet werden. Somit wird es unter dem FIDLEG möglich sein, in der EU genehmigte Prospekte auch

für öffentliche Angebote in der Schweiz zu verwenden oder zumindest eine erleichterte Genehmigung zu erhalten. Entsprechend besteht für Schweizer Emittenten bei internationalen Emissionen die Option, als Drittlandsemittent gem. Art. 28 ProspektVO einen EU-Prospekt zu erstellen und diesen gestützt auf Art. 54 FIDLEG auch in der Schweiz zu verwenden. Daher ist fraglich, ob eine Äquivalenzanerkennung des schweizerischen Prospektrechts durch die EU (Art. 29 Abs. 3 ProspektVO) überhaupt relevant ist.<sup>257)</sup>

### 4.3 Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts

Wenn ein Finanzinstrument<sup>258)</sup> Privatkunden<sup>259)</sup> angeboten wird, muss neu – und gegebenenfalls zusätzlich zum Prospekt<sup>260)</sup> – ein Basisinformationsblatt (BIB) erstellt werden (Art. 58 Abs. 1 FIDLEG).<sup>261)</sup> Die Bestimmungen über das BIB sind einerseits eine Fortführung der bereits unter dem KAG bekannten „Key Investor Information Documents“ (KIID, Art. 76 KAG), andererseits stellen sie das schweizerische Äquivalent zur europäischen PRIIP-Verordnung dar,<sup>262)</sup> welche ebenfalls die Erstellung von Basisinformationsblättern verlangt.<sup>263)</sup> Verantwortlich für die Erstellung des BIB ist der Ersteller<sup>264)</sup> des Finanzinstruments, da

245) Bösch, ZSR 2016 I, 81, 84 f.

246) Gem. Art. 31 Abs. 1 ProspektVO müssen die Mitgliedstaaten für die Prospektprüfung eine einzige zuständige Verwaltungsbehörde benennen, welche von Marktteilnehmern unabhängig ist.

247) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8981.

248) Es handelt sich mithin um eine sog. „Beleihung“, indem privaten Institutionen hoheitliche Aufgaben übertragen werden, vgl. Häfelin/Müller/Uhlmann (Fußn. 196), Rz. 1821 ff.

249) *Contratto*, SZW 2018, 653, 662 f.

250) Nach *Contratto*, SZW 2018, 653, 663, wird dabei entscheidend ins Gewicht fallen, wie die Detailregelung zu den Aufsichts- und Sanktionsbefugnissen der Prüfstellen auf Verordnungsstufe sowie in den Selbstregulierungserlassen der Prüfstellen ausgestaltet werden.

251) Im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags hat die FINMA noch keiner Prüfstelle die Zulassung erteilt.

252) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8981.

253) Vgl. zum Schweizer Anleihenmarkt *Rehm/Werlen* (Fußn. 237), S. 71 ff.

254) Dazu Erläuternder Bericht FIDLEV/FINIV/AOV (Fußn. 118), S. 46 f.

255) Die Prüfstelle muss eine Liste der Länder veröffentlichen, deren Prospektgenehmigung in der Schweiz anerkannt ist (Art. 54 Abs. 3 FIDLEG).

256) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8983.

257) Verneinend *Emmenegger/Bigler*, SZW 2019, 155, 171.

258) Der Begriff des Finanzinstruments wird in Art. 3 lit. a FIDLEG legaldefiniert. Darunter fallen Beteiligungspapiere, Forderungspapiere, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen, strukturierte Produkte, Derivate, Einlagen, deren Rückzahlungswert oder Zins risiko- oder kursabhängig ist, sowie Anleiheobligationen. Der Begriff ist somit im Vergleich zu jenem der MiFID II (vgl. Anhang I, Abschnitt C) sehr weit, dazu Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8983 ff.; *Sethe* (Fußn. 160), S. 606 f.

259) Als Privatkunden gelten Kunden, die keine professionellen Kunden sind (Art. 4 Abs. 2 FIDLEG); vgl. zur Kundensegmentierung oben V 2.

260) Im Unterschied zur Pflicht zum BIB besteht die Prospektpflicht von Art. 35 FIDLEG nur bei Effekten (vgl. die Legaldefinition in Art. 3 lit. b FIDLEG), weshalb die Anwendungsbereiche der beiden Pflichten nicht deckungsgleich sind.

261) Eingehend zum Basisinformationsblatt im Vergleich zur europäischen und deutschen Regelung *Baisch* (Fußn. 14), S. 295 ff.

262) VO (EU) 1286/2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl Nr. L 352/1 v. 9. 12. 2014.

263) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8934 f.; *Baisch* (Fußn. 14), S. 299; *Bösch*, ZSR 2016 I, 81, 98; *Schleiffer/Schärli*, GesKR 2018, 1, 7.

264) Als „Ersteller“ gelten dabei in Anlehnung an Art. 4 Ziff. 4 PRIIP-VO Personen, die ein Finanzinstrument erstellen oder Änderungen an einem bestehenden Finanzinstrument, einschließlich Änderungen seines Risiko- und Renditeprofils oder der mit einer Anlage in das Finanzinstrument verbundenen Kosten, vornehmen (Art. 3 lit. i FIDLEG).

er das Produkt in der Regel am besten kennt.<sup>265)</sup> Finanzdienstleister am Point of Sale haben dann das BIB nach Art. 9 Abs. 2 FIDLEG ihren Privatkunden vor der Zeichnung oder vor dem Vertragsabschluss kostenlos zur Verfügung zu stellen. Das BIB muss leicht verständlich sein (Art. 61 Abs. 1 FIDLEG) und soll den Kunden einen Vergleich zwischen verschiedenen infrage stehenden Produkten und letztlich eine fundierte Anlageentscheidung ermöglichen (vgl. Art. 60 Abs. 1 FIDLEG).<sup>266)</sup>

Kein BIB muss erstellen, wer Effekten in Form von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen sowie Forderungspapiere ohne derivativen Charakter anbietet (Art. 59 Abs. 1 FIDLEG). Bei den Aktien und anderen Beteiligungsrechten wird dies damit begründet, dass diese Effekten traditionelle Anlageformen darstellen und davon ausgegangen werden kann, dass deren grundlegenden Charakteristika auch Privatkunden bekannt sind.<sup>267)</sup> Die Ausnahme für Forderungspapiere ohne derivativen Charakter wurde in der parlamentarischen Beratung in das Gesetz eingefügt, um die schweizerische Regelung an die europäischen Bestimmungen<sup>268)</sup> anzugleichen und damit einen Swiss Finish zu verhindern.<sup>269)</sup> Weiter können Dokumente nach ausländischem Recht, die dem BIB gleichwertig sind, anstelle eines BIB verwendet werden (Art. 59 Abs. 2 FIDLEG); in diesen Fällen kann mithin auf die Erstellung eines zusätzlichen schweizerischen BIB verzichtet werden. Als solche gleichwertige ausländische BIB gelten insbesondere die europäischen BIB nach der PRIIP-Verordnung.<sup>270)</sup>

#### 4.4 Zivilrechtliche Prospekthaftung

Wer in Prospekten, im BIB oder in ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben macht, ohne dabei die erforderliche Sorgfalt anzuwenden, haftet dem Erwerber eines Finanzinstruments für den dadurch verursachten Schaden (Art. 69 Abs. 1 FIDLEG). Diese Bestimmung übernimmt unter Anpassung an die neue Prospektpflicht grundsätzlich die bisherige Haftungsbestimmung in Art. 752 OR.<sup>271)</sup> Wie im EU-Recht<sup>272)</sup> wird für Angaben in der Zusammenfassung nach Art. 69 Abs. 2 FIDLEG nur gehaftet, sofern sich erweist, dass diese irreführend, unrichtig oder widersprüchlich sind, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen werden. Eine weitere Haftungserleichterung sieht Art. 69 Abs. 3 FIDLEG vor: Analog zur US-amerikanischen „Bespeaks-Caution-Doctrine“<sup>273)</sup> besteht für falsche oder irreführende Angaben über wesentliche Perspektiven nur dann eine Haftung, wenn die Angaben wider besseres Wissen oder ohne Hinweis auf die Ungewissheit zukünftiger Entwicklungen gemacht wurden.<sup>274)</sup>

Einem Haftungsrisiko sind wie im europäischen Recht<sup>275)</sup> in erster Linie jene Personen ausgesetzt, die den Prospekt inhaltlich zu verantworten haben, d. h. namentlich die Mitglieder der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates des Emittenten. Ob auch Dritte erfasst sind, die bei der Prospekterstellung mitgearbeitet haben (z. B. Banken, Revisoren, Anwälte), ist seit der Überführung der Haftungsnorm in das FIDLEG nicht mehr klar. Während die bisherige Bestimmung in Art. 752 OR jeden erfasste, „der beim Prospekt mitgewirkt hat“, was Dritte einschloss, spricht Art. 69 Abs. 1 FIDLEG nur noch von Personen,

die „in Prospekten [...] Angaben machen“. Aus diesem Wortlaut könnte man schließen, dass beauftragte Dritte der Prospekthaftung nicht mehr unterstehen.<sup>276)</sup> Selbst wenn man annimmt, dass Drittpersonen weiterhin passivlegitimiert sind, wird deren Haftungsrisiko insoweit gemindert, als die Gerichtspraxis in gewissen Fällen davon ausgeht, dass man sich auf das sorgfältige Tätigwerden von anderen Beteiligten verlassen darf. So muss z. B. eine Bank die Angaben der Revisionsstelle nur prüfen, wenn Anzeichen auf fehlerhafte Informationen bestehen.<sup>277)</sup>

Wie bereits erwähnt, müssen ausländische Emittenten, die in der Schweiz Effekten öffentlich zum Erwerb anbieten oder um Handelszulassung ersuchen, das Schweizer Prospektrecht einhalten. In diesem Fall haben Investoren nach schweizerischem Kollisionsrecht die Wahl, allfällige Haftungsansprüche nach Schweizer Recht oder nach dem Recht am ausländischen Sitz des Emittenten geltend zu machen (Art. 156 IPRG).<sup>278)</sup> Bei ausländischen Emissionen in die Schweiz ist somit sicherzustellen, gegebenenfalls in Form eines sog. „Swiss Wrapper“, dass der internationale Prospekt (auch) die gem. Art. 40 ff. FIDLEG und FIDLEV notwendigen Informationen enthält. Dies ist jedoch bei ausländischen Emissionen, die internationalen Marktstandards folgen, aufgrund der weitgehend international kompatiblen Anforderungen an den Prospektinhalt des neuen Schweizer Rechts keine unüberwindbare Hürde.<sup>279)</sup>

#### 5. Strafbestimmungen

Das FIDLEG enthält in Art. 89 bis 91 Strafnormen für die vorsätzliche<sup>280)</sup> Verletzung der im Gesetz statuierten Verhaltensregeln und der Vorschriften für Prospekte und BIBs sowie für unerlaubtes Anbieten von Finanzinstrumenten.<sup>281)</sup> Angedroht werden

265) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8985.

266) Vgl. für den Mindestinhalt Art. 60 Abs. 2 FIDLEG.

267) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8986.

268) Vgl. Art. 4 Ziff. 1 PRIIP-VO, wonach ein Produkt nur dann als PRIIP qualifiziert ist, wenn der dem Kleinanleger rückzuzahlende Betrag aufgrund der Abhängigkeit von Referenzwerten oder von der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte Schwankungen unterliegt.

269) Schleiffer/Schärli, GesKR 2018, 1, 8; vgl. auch Bösch, SZW 2018, 451, 460; Rehm/Werlen (Fußn. 237), S. 83 f.; Schleiffer/Schärli, GesKR 2014, 334, 342.

270) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8987; Bösch, ZSR 2016 I, 81, 98.

271) Der Gesetzesentwurf sah eine Verschuldensvermutung zu Lasten der Prospektersteller vor, wonach diese zu beweisen hätten, dass sie kein Verschulden trifft. Diese Umkehr der Beweislast wurde im Laufe der parlamentarischen Beratung wieder aus dem Gesetz gestrichen.

272) Art. 11 Abs. 2 ProspektVO.

273) S. hierzu Grossman v. Novell, Inc., 120 F.3d 1112 (10th Cir. 1997), 1120, 1123.

274) Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8993.

275) Art. 11 Abs. 1 ProspektVO.

276) Weil diese Formulierung erst in der parlamentarischen Beratung in das Gesetz aufgenommen wurde, ist der Botschaft des Bundesrates nichts zu dieser Frage zu entnehmen. In der parlamentarischen Debatte haben sich die Nationalräte Barazzzone und Wälti dahingehend geäußert, dass beauftragte Dritte in Zukunft vom Anwendungsbereich der Prospekthaftung ausgeschlossen sein sollen, vgl. AB 2017 N 1323 f., AB 2018 N 613.

277) BGE 129 III 71, E. 2.6 f.; s. ferner Daeniker/Waller, in: Reutter/Werlen, Kapitalmarkttransaktionen, 2006, S. 55.

278) Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht v. 18. 12. 1987, SR 291.

279) Vgl. dazu Weber/Kronauer/Fahrländer (Fußn. 74), Rz. 44.232 ff.

280) Der Vorentwurf des FIDLEG sah auch eine Strafbarkeit bei fahrlässiger Tatbegehung vor, welche jedoch aufgrund der starken Kritik in der Vernehmlassung aus dem Gesetz gestrichen wurde; vgl. Bericht Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG (Fußn. 204), S. 44; Botschaft FIDLEG/FINIG, BBl 2015, 8901, 8926.

281) Zuständig für die strafrechtliche Verfolgung und Beurteilung ist gem. Art. 50 Abs. 1 FINMAG das Eidg. Finanzdepartement. Wird eine gerichtliche Beurteilung verlangt, werden die Akten der Bundesanwaltschaft zu Händen des Bundesstrafgerichts überwiesen (Art. 50 Abs. 2 FINMAG).

je nach Tatbestand Bußen zwischen 100.000 und 500.000 CHF. Die Strafbewehrung von aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, die dadurch auch im Strafverfahren durchgesetzt werden können, stellt seit jeher ein Element des Enforcements im Schweizer Finanzmarktrecht dar.<sup>282)</sup> Es ist jedoch zu bedenken, dass das Strafrecht Ultima Ratio sein muss<sup>283)</sup> und eine Pflichtverletzung nur dann unter Strafe gestellt werden sollte, wenn sie als strafwürdig erachtet wird.<sup>284)</sup> Ob dies bei den Straftatbeständen des FIDLEG der Fall ist, muss bezweifelt werden.<sup>285)</sup> Meines Erachtens ist der Unrechtsgehalt dieser Pflichtverletzungen nicht hoch genug, um einzelne Kundenberater oder Mitarbeiter von Emittenten strafrechtlich zu sanktionieren.<sup>286)</sup> Dies gilt umso mehr, als ein Auslöser für Falschberatungen oft falsche Verkaufsvorgaben oder organisatorische Mängel des Instituts sind.<sup>287)</sup>

Der Meinung, dass die Verletzung der Pflichten des FIDLEG nicht strafwürdig ist, war eigentlich auch das Parlament. Deshalb wollte es die im Gesetzesentwurf des Bundesrates enthaltenen Strafbestimmungen zunächst ersatzlos streichen. Die Bundesverwaltung hatte dann aber darauf hingewiesen, dass es für die Nichtbeaufsichtigten mangels einer aufsichtsrechtlichen Durchsetzungsmöglichkeit<sup>288)</sup> die Strafnormen brauche.<sup>289)</sup> Dies führte dazu, dass die Strafbestimmungen im nun verabschiedeten Gesetz nur für nicht prudenziell Beaufsichtigte gelten. Beaufsichtigte Finanzdienstleister und Personen, die für sie tätig sind, sind gem. Art. 92 FIDLEG von der Strafbarkeit gänzlich ausgenommen.

Dieses Konzept weist einen schwerwiegenden dogmatischen Mangel auf.<sup>290)</sup> Aufsichtsrecht und Strafrecht haben unterschiedliche Funktionsweisen: Das Aufsichtsrecht dient der vorbeugenden Abwehr von Missständen bzw. ihrer Beseitigung und der Wiederherstellung des ordnungsgemäßen Zustands. Mit den Mitteln des Strafrechts ist es dagegen – unabhängig davon, welcher Straftheorie man folgt<sup>291)</sup> – nicht möglich, präventiv einzugreifen bzw. einen bestehenden Missstand zu beseitigen.<sup>292)</sup> Daraus ergibt sich, dass die fehlende aufsichtsrechtliche Durchsetzungsmöglichkeit der Pflichten gegenüber Nichtbeaufsichtigten nicht durch den Erlass von Strafbestimmungen kompensiert werden kann.<sup>293)</sup> Zudem sollte, wie bereits erwähnt, eine Pflichtverletzung nur unter Strafe gestellt werden, wenn man sie als strafwürdig erachtet. Wenn der Gesetzgeber bei beaufsichtigten Instituten zum Ergebnis kommt, dass Strafsanktionen nicht nötig sind, muss dies auch für nicht beaufsichtigte Personen gelten. Allein die Tatsache, dass die Pflichten bei Letzteren aufsichtsrechtlich nicht durchgesetzt werden können, ändert nichts am strafrechtlichen Unrechtsgehalt der Pflichtverletzung. Meines Erachtens hätte daher im FIDLEG gänzlich auf Strafbestimmungen verzichtet werden sollen. Dies wäre auch mit Blick auf die angestrebte Äquivalenzanerkennung durch die Europäische Union kein Problem gewesen, weil es im EU-Recht den Mitgliedstaaten in den Regelungsbereichen des FIDLEG bekanntlich freigestellt ist, ob sie strafrechtliche Sanktionen vorsehen wollen (vgl. Art. 70 Abs. 1 MiFID II; Art. 38 Abs. 1 ProspektVO).<sup>294)</sup>

## VI. Entwicklungen im Bereich FinTech

Selbstredend hat sich auch in den Regulierungsbereichen der übrigen Schweizer Finanzmarktgesetze in den letzten Jahren

viel getan. Aus Platzgründen kann dieser Beitrag nicht sämtliche Entwicklungen nachzeichnen.<sup>295)</sup> Im Folgenden soll nur ein kurzer Überblick über den Wandel des regulatorischen Umfelds für Finanztechnologie-Unternehmen in der Schweiz gegeben werden.

Der Finanzsektor befindet sich nicht nur als Reaktion auf die Finanzkrise von 2008, sondern auch aufgrund der zunehmenden Digitalisierung im Umbruch. Letztere führt u. a. dazu, dass innovative Unternehmen Finanzdienstleistungen digitalisieren und selbst als Anbieter entsprechender Leistungen und Infrastrukturen gegenüber den Kunden auftreten (FinTech-Unternehmen). Diese entwickeln beispielsweise mobile Zahlungsdienstleistungen und Blockchain-Technologien, bieten Dienstleistungen in Bezug auf Kryptowährungen an und eröffnen im Internet Crowdfunding-Plattformen. Durch ihr Angebot, das sich aufgrund technologischer Innovationen ständig weiterentwickelt, ergänzen oder ersetzen sie gar zunehmend jenes von traditionellen Finanzdienstleistern.<sup>296)</sup>

282) Für einen Überblick über das Schweizer Finanzmarktsstrafrecht vgl. *Jositsch/von Rotz*, SZW 2016, 593; *Nobel* (Fußn. 16), § 15; *Woblers*, in: Ackermann/Heine, Wirtschaftsstrafrecht der Schweiz, 2013, § 14 Rz. 1 ff.; *Zulauf* et al. (Fußn. 30), S. 374 ff.

283) Dies wurde in der Vernehmlassung des FIDLEG von mehreren Teilnehmern vorgebracht; Bericht Vernehmlassungsergebnisse FIDLEG/FINIG (Fußn. 204), S. 44.

284) Statt vieler *Hamm*, NJW 2016, 1537; *Kindhäuser*, ZSTW 2017, 382; *Woblers*, in: von Hirsch et al., *Mediating Principles*, 2006, S. 54.

285) Kritisch auch *Bohrer*, GesKR 2014, 318, 331 f.; *Bohrer* et al., *Finanzmarktrecht, Entwicklungen 2017, 2018*, S. 23; *Härtner*, in: Canapa et al., *Sein und Schein von Gesetzgebung*, 2018, S. 243, 270 f.; *Jositsch/von Rotz*, SZW 2016, 593, 607; *Sethe*, SZW 2018, 605, 612 f.

286) Adressaten der aufsichtsrechtlichen Pflichten des FIDLEG sind die Finanzdienstleister. Zugerechnet werden strafbare Pflichtverletzungen aber in erster Linie jenen natürlichen Personen, die sie begangen haben, und nicht den Unternehmen (vgl. Art. 6 Abs. 1 Bundesgesetz über das Verwaltungsstrafrecht, VStrR); eingehend zum Täterkreis der Strafbestimmungen des FIDLEG *Härtner* (Fußn. 285), S. 246 ff.

287) Vgl. Die Zeit Nr. 45/2013, „Was bringt das staatliche Beraterregister?“.

288) S. hierzu oben V. 1.

289) Votum von Ständerat *Schmid*, AB 2016 S. 1172.

290) Ebenso bereits *Weber/Kronauer/Fahrländer* (Fußn. 74), Rz. 44.122.

291) Während Verfechter absoluter Straftheorien den Zweck der Strafe allein in der Repression sehen, liegt das Ziel staatlichen Strafens nach den relativen Straftheorien in der Verhinderung zukünftiger Straftaten (General- und Spezialprävention). Dazwischen stehen die sog. Vereinigungstheorien, welche die beiden vorgenannten Theorien mit unterschiedlicher Schwerpunktsetzung zu vereinen versuchen. Für einen Überblick über die verschiedenen Straftheorien vgl. statt vieler *Heizmann*, *Strafe im schweizerischen Privatrecht*, 2015, Rz. 36 ff.; *Niggli/Maeder*, *AJP* 2011, 443.

292) *Bohrer*, GesKR 2014, 318, 319 f.; für einen Überblick über die unterschiedlichen Zwecke der aufsichts- und strafrechtlichen Durchsetzung der FIDLEG-Pflichten vgl. *Härtner* (Fußn. 285), S. 256 ff. m. w. N.

293) Ebenso *Härtner* (Fußn. 285), S. 270 f.

294) Dies folgt aus der sehr eingeschränkten Kompetenz der EU, die Strafrechte der Mitgliedstaaten zu harmonisieren, vgl. Art. 83 Abs. 2 AEUV und dazu *Satzger*, *Internationales und Europäisches Strafrecht*, 8. Aufl., 2018, § 9 Rz. 38 ff. Für einen Überblick über die Sanktionssysteme einzelner EU-Mitgliedstaaten vgl. *Veil*, in: *Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2. Aufl., 2014, § 12 Rz. 9 ff.

295) Eingehende und systematische Überblicke über die Entwicklungen im Schweizer Finanzmarktrecht finden sich in den jährlich erscheinenden Reihen *Finanzmarktrecht – Entwicklungen* (njus.ch) und *Wirtschaftsrecht Schweiz – EU, Banken- und Kapitalmarktrecht* (Europa Institut der Universität Zürich) sowie in den Zeitschriften *SJZ* (jeweils in Heft 1 des Jahrgangs) und *SZW* (Heft 6). Sehr informativ sind zudem die Jahresberichte der FINMA.

296) Eingehend zum Begriff und zu den Erscheinungsformen von FinTech statt vieler *Arner/Barberis/Buckley*, 47 *Georgetown Journal of International Law* (2016), 1271; *Nobel* (Fußn. 16), § 7 Rz. 331 ff.; *Weber/Baumann*, *Jusletter* 21. 9. 2015, Rz. 1 ff.; *Zetsche/Buckley/Arner/Barberis*, 14 *NYU Journal of Law & Business* (2018), 393; vgl. auch Eidg. Finanzdepartement, *Erläuternder Bericht zur Änderung des BankG und der BankV (FinTech)* v. 1. 2. 2017, S. 6 ff.

Die meisten FinTech-Geschäftsmodelle beruhen darauf, dass fremde Gelder entgegengenommen werden.<sup>297)</sup> Grundsätzlich setzt die gewerbsmäßige Entgegennahme von Publikumseinlagen eine Bankenbewilligung voraus (Art. 1 Abs. 2 und Art. 3 BankG). Um Innovationen im Finanzbereich zu fördern und Markteintrittshürden für FinTech-Unternehmen abzubauen, hat der Schweizer Gesetzgeber in den letzten Jahren verschiedene Erleichterungen geschaffen. Zunächst ist per 1. 8. 2017 eine Änderung der BankV in Kraft getreten, wonach nicht gewerbsmäßig im Sinne des BankG handelt und somit keine Bankenbewilligung benötigt, wer Publikumseinlagen von gesamthaft höchstens 1 Mio. CHF entgegennimmt und kein Zinsdifferenzgeschäft betreibt (Art. 6 Abs. 2 BankV; sog. „Innovationsraum“ oder „Sandbox“).<sup>298)</sup> Zudem enthält Art. 5 Abs. 3 lit. c BankV neu eine ausdrückliche Ausnahme von der Bewilligungspflicht bei der Entgegennahme von Geldern zu Abwicklungszwecken, wenn dafür kein Zins bezahlt wird und die Abwicklung innerhalb von 60 Tagen<sup>299)</sup> erfolgt. Diese Ausnahme dürfte insbesondere für Crowdfunding-Plattformen von Interesse sein.<sup>300)</sup> Die FINMA hat ihre Aufsichtspraxis zu den neuen FinTech-Ausnahmen im reformierten Rundschreiben 2008/3 „Publikumseinlagen bei Nichtbanken“ festgehalten, dessen aktuelle Version am 1. 7. 2019 in Kraft getreten ist.<sup>301)</sup>

Weiter wurde per 1. 1. 2019 eine neue Bewilligungskategorie in das BankG aufgenommen. Eine sog. „FinTech-Bewilligung“ oder „Bankenbewilligung light“ kann beantragen, wer gewerbsmäßig Publikumseinlagen von maximal 100 Mio. CHF entgegennimmt, ohne diese anzulegen oder zu verzinsen (Art. 1b Abs. 1 BankG). Diese Bewilligungskategorie stellt weniger hohe Anforderungen als die klassische Bankenbewilligung. So bietet sie insbesondere Erleichterungen beim notwendigen Mindestkapital und bei der Rechnungslegung. Zudem verzichtet sie auf Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften sowie auf die Pflicht zur Einlagensicherung. Diese Lockerungen tragen der besonderen Situation von FinTech-Unternehmen Rechnung, bei denen es sich in aller Regel um Start-ups handelt. Die FinTech-Bewilligung ist somit als Maßnahme vorgesehen, die nach Ausschöpfen der Sandbox-Ausnahme von 1 Mio. CHF greifen soll.<sup>302)</sup>

Schließlich spielen seit einigen Jahren auch im Schweizer Finanzmarkt Initial Coin Offerings (ICO) bzw. Token Generating Events (TGE) eine wichtige Rolle. Damit bezeichnet man die Emission von Kryptowährungen und anderen Token<sup>303)</sup> zu Finanzierungszwecken auf der Grundlage der Blockchain<sup>304)</sup> bzw. der Distributed Ledger-Technologie<sup>305)</sup> (DLT).<sup>306)</sup> Die Schweiz stellt weltweit einen der wichtigsten Märkte für ICO dar, was nicht zuletzt an der innovationsfreundlichen Haltung der FINMA liegt. Die Aufsichtsbehörde veröffentlichte am 29. 9. 2017 eine Aufsichtsmitteilung, in welcher sie die Entwicklung von Blockchain-Lösungen auf dem Schweizer Finanzplatz begrüßte und ankündigte, die aufsichtsrechtliche Behandlung von ICO zu prüfen.<sup>307)</sup> Am 16. 2. 2018 publizierte die FINMA sodann eine Wegleitung für Fragen der Unterstellung von ICO unter die bestehenden Finanzmarktgesetze.<sup>308)</sup> Darin nahm die Aufsichtsbehörde eine Kategorisierung der Token vor<sup>309)</sup> und legte die je nach Ausgestaltung der Token

unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Folgen dar. Mit dieser Wegleitung hat die FINMA international eine Vorreiterrolle eingenommen und nach der überwiegenden Wahrnehmung der Finanzmarktteilnehmer in der Schweiz einen wichtigen Beitrag zur regulatorischen Klärung des Phänomens ICO geleistet.<sup>310)</sup>

Auch der Schweizer Bundesrat hat auf die Entwicklungen in diesem Bereich reagiert und Anfang 2018 eine Arbeitsgruppe eingesetzt, welche die rechtlichen Rahmenbedingungen für finanzsektorspezifische Anwendungen der Blockchain-Technologie analysierte.<sup>311)</sup> Gestützt auf deren Ergebnisse hat der Bundesrat am 14. 12. 2018 einen umfassenden Bericht zu den rechtlichen Grundlagen für DLT und Blockchain in der Schweiz veröffentlicht.<sup>312)</sup> Der Bericht zeigt auf, dass der bestehende Schweizer Rechtsrahmen grundsätzlich gut geeignet ist, um

297) Vgl. Erläuternder Bericht zur Änderung BankG/BankV (Fußn. 296), S. 14 f.  
298) Vgl. hierzu Eidg. Finanzdepartement, Erläuterungen zur Änderung der BankV (FinTech) v. 5. 7. 2017, S. 13, 22 f.

299) Nach bisheriger Praxis der FINMA war die unverzinsliche Entgegennahme von Kundengeldern ohne Bankenbewilligung während maximal sieben Arbeitstagen zur Abwicklung von Kundengeschäften erlaubt.

300) Vgl. Erläuterungen zur Änderung der BankV (Fußn. 298), S. 13, 22.

301) S. zum Ganzen *Baumgartner/von der Crone*, SZW 2018, 726, 729 ff.; *Bertschinger*, SZW 2017, 831, 841 ff.; *Contratto*, in: Weber et al., Festschrift von der Crone, 2017, S. 447; *Graf/Mayer*, GesKR 2016, 470, 472; *Hess*, in: Canapa et al., Sein und Schein von Gesetzgebung, 2018, S. 277, 281 ff.; *Mauchle*, SZW 2017, 810, 818 f.; *Reiser*, AJP 2018, 811, 817 ff.

302) S. zum Ganzen Eidg. Finanzdepartement, Erläuterungen zur Revision der BankV, „FinTech-Bewilligung“ v. 30. 11. 2018; *Baumgartner/von der Crone*, SZW 2018, 726, 731 f.; *Graf/Mayer*, GesKR 2016, 470, 472 ff.; *Hess* (Fußn. 301), S. 283 f.; *Mauchle*, SZW 2017, 810, 818 f.; *Reiser*, AJP 2018, 811, 817 ff.

303) Unter Token versteht man digitale Einheiten, die direkt auf einer Blockchain emittiert werden und als Teil eines Protokolls einer öffentlich einsehbaren Datenbank existieren, welche den Bestand und die Übertragung der Token dokumentiert.  
304) Die Blockchain ist eine bestimmte Form von Distributed Ledger und kann als ein dezentralisiertes virtuelles Register beschrieben werden, das Transaktionen an virtuellen oder realen Vermögenswerten aufzeichnet, wobei die Daten auf mehreren Netzwerken gespeichert werden. Dadurch können Transaktionen zwischen Parteien aufgezeichnet, protokolliert und bestätigt werden, ohne dass ein Finanzintermediär beteiligt sein muss.

305) Ein Distributed Ledger ist eine öffentlich zugängliche, dezentral geführte Datenbank, die aus einer Datenstruktur und einem Protokoll besteht. In der Datenstruktur werden sämtliche relevanten Daten festgehalten und in dem Protokoll (Computerprogramm) wird bestimmt, wie die abgespeicherten Daten ausgetauscht und abgeglichen werden können.

306) Eingehend zu den Begriffen und Funktionsweisen sowie zur rechtlichen Erfassung von ICO, TGE, Blockchain und DLT im Schweizer Recht vgl. Blockchain Taskforce, Positionspapier zur rechtlichen Einordnung von ICOs, April 2018; *Darbellay/Reymond*, SZW 2018, 48; *Eggen*, AJP 2018, 558; *Essebie/Bourgeois*, AJP 2018, 568; *Hess/Spielmann*, in: Reutter/Werlen, Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII, 2017, S. 145; *Iffland/Läser*, GesKR 2018, 415; *Mauchle*, SZW 2017, 810, 822 ff.; *Müller/Mignon*, GesKR 2017, 486; *Müller/Reutlinger/Kaiser*, EuZ 2018, 80; *Naskar/Pasquier*, AJP 2018, 89; *Nobel* (Fußn. 16), § 7 Rz. 331 ff.; *von der Crone/Kessler/Angstmann*, SJZ 2018, 337; *von der Crone/Monsch/Meisser*, GesKR 2019, 1; *Weber/Baisch*, SZW 2019, 135; *Weber/Iacangelo*, Jusletter IT 24. 5. 2018, Rz. 1 ff.; *Wyss*, Jusletter 3. 12. 2018, Rz. 1 ff.

307) FINMA-Aufsichtsmitteilung 04/2017 v. 29. 9. 2017, „Aufsichtsrechtliche Behandlung von Initial Coin Offerings“.

308) FINMA, Wegleitung für Unterstellungsfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) v. 16. 2. 2018.

309) Die FINMA folgt einem auf die wirtschaftliche Funktion bezogenen Ansatz und unterscheidet Zahlungs-Token, Nutzungs-Token und Anlage-Token, wobei auch Mischformen (hybride Token) möglich sind, FINMA, Wegleitung (Fußn. 308), S. 2 ff.

310) *Balzi/Meyer/Merola*, CB 2018, 403, 407.

311) Vgl. Medienmitteilung des Staatssekretariats für internationale Finanzfragen v. 18. 1. 2018, „Arbeitsgruppe Blockchain/ICO wird ins Leben gerufen“.

312) Bundesrat, Rechtliche Grundlagen für Distributed Ledger-Technologie und Blockchain in der Schweiz, Eine Auslegeordnung mit Fokus auf dem Finanzsektor v. 14. 12. 2018. Vgl. auch die aktuelle Studie von Avenir Suisse, „Blockchain nach dem Hype, Eine Chance für den Schweizer Finanzplatz“ von Juni 2019, welche die strategischen Möglichkeiten von DLT für den Schweizer Finanzplatz erörtert.

mit den neuen Technologien umzugehen. Dennoch hat der Bundesrat punktuell einen Anpassungsbedarf geortet, so u. a. im Wertpapierrecht<sup>313)</sup> und im Insolvenzrecht.<sup>314)</sup> Zudem schlägt er die Schaffung einer neuen Bewilligungskategorie für Finanzmarktinfrastrukturen im Blockchain-/DLT-Bereich vor.<sup>315)</sup> Die konkreten Gesetzesvorschläge hat der Bundesrat am 22. 3. 2019 in die Vernehmlassung gegeben.<sup>316)</sup>

## VII. Fazit

Das Schweizer Finanzmarktrecht erfuhr im Nachgang zur Finanzmarktkrise eine fundamentale Umgestaltung. Nach dem bereits seit 2016 geltenden FinfraG, werden mit dem FINIG und dem FIDLEG voraussichtlich am 1. 1. 2020 die beiden letzten Pfeiler der neuen Architektur der Finanzmarktgesetzgebung in Kraft treten. Das Hauptmerkmal der Reform besteht darin, dass sie eine sektorübergreifende Regelung für Finanzmarktinfrastrukturen, Finanzinstitute und Finanzdienstleistungen einführt, welche sich weitgehend an internationale Standards – insbesondere an das EU-Recht – anlehnt, dabei aber die Eigenheiten des Schweizer Finanzmarkts angemessen berücksichtigt. Im Hinblick auf den Anlegerschutz wird mit dem Reformpaket ein klarer Fortschritt erzielt. Gleichzeitig ist die Schweizer Regulierung in vielen Bereichen weniger bevormundend als das europäische Recht, indem sie grundsätzlich von mündigen Anlegern und von selbstverantwortlichen weiteren Marktteilnehmern ausgeht. Letzteres zeigt sich u. a. darin, dass in der Schweiz in diversen Bereichen bewusst an der Selbstregulierung festgehalten wird. Ob dies zu Problemen bei der erhofften Äquivalenzanerkennung durch die Europäische Union

führen wird, wird sich zeigen müssen. Freilich ist anzumerken, dass die Frage des Zugangs der Schweiz zum Europäischen Binnenmarkt ohnehin nicht nur von der technischen Äquivalenz der Finanzmarktgesetze, sondern auch – wenn nicht gar hauptsächlich – von den Entwicklungen in Bezug auf die Regelung des institutionellen Verhältnisses zwischen der Schweiz und der Europäischen Union abhängt. An den neuen Gesetzen zu kritisieren ist die Statuierung von Strafnormen für Handlungen, die selbst vom Gesetzgeber an sich als nicht strafwürdig erachtet werden. Positiv zu erwähnen ist schließlich die sprachliche und redaktionelle Qualität der Schweizer Finanzmarktgesetze, die im Vergleich mit den europäischen und deutschen Regelungen kurz und verständlich formuliert sind. Insgesamt kann man daher festhalten, dass das Reformpaket von FinfraG, FINIG und FIDLEG ein wichtiger Schritt zu einer Modernisierung und Internationalisierung des schweizerischen Finanzmarktrechts darstellt.

Auch der bisherige Wandel des regulatorischen Umfelds im Bereich FinTech in der Schweiz scheint gelungen. Dabei ist insbesondere die innovationsfreundliche Haltung der Regulatoren herauszuheben. Es bleibt spannend, die Weiterentwicklung des rechtlichen Umfelds in diesem sich ständig wandelnden Bereich zu verfolgen.

313) Bericht des Bundesrates (Fußn. 312), S. 67 f.

314) Bericht des Bundesrates (Fußn. 312), S. 72 ff.

315) Bericht des Bundesrates (Fußn. 312), S. 114 f.

316) Vgl. dazu Eidg. Finanzdepartement, Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage, Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register v. 22. 3. 2019. Die Vernehmlassungsfrist war im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrags noch nicht abgelaufen.

Andreas Piekenbrock<sup>\*)</sup>/Daniel Rodi<sup>\*\*)</sup>

## Privatautonomie im Bereich des Commercial Banking

### Teil 1: Abschluss- und Beendigungsfreiheit

*Der Beitrag bildet den Auftakt zu einer zweiteiligen Abhandlung über den Zustand der Privatautonomie im Bereich des Commercial Banking, insbesondere deren Einschränkung durch jüngere gesetzliche Neuregelungen sowie die Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des BGH. Kernthema des ersten Teils sind die Abschluss- und die Beendigungsfreiheit, die im Hinblick auf den Kontrahierungszwang für Basiskonten nach dem Zahlungskontengesetz (§ 31 Abs. 1 ZKG) sowie das Pfändungsschutzkonto (§ 850k ZPO) untersucht werden. Hierbei erweist sich der Kontrahierungszwang nach dem ZKG trotz denkbarer alternativer Regelungsmodelle (Verpflichtung nur der Sparkassen) noch als verfas-*

*sungsgemäß. Ferner zeigt sich, dass der in der Literatur geforderten verfassungskonformen Erweiterung der enumerativen Kündigungsgründe des Basiskontovertrags (§ 42 ZKG) um eine Kündigung aus wichtigem Grund das Unionsrecht entgegensteht. Die Vorschriften über das Pfändungsschutzkonto beeinträchtigen die privatautonome Möglichkeit zur Kündigung des zugrundeliegenden Girokontos hingegen richtigerweise nicht.*

### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Grundlage und Erscheinungsformen von Privatautonomie
  1. Verfassungsrechtliche Grundlagen
  2. Erscheinungsformen
    - 2.1 Abschlussfreiheit im weiteren Sinne
    - 2.2 Inhaltsfreiheit
    - 2.3 Formfreiheit

\*) Prof. Dr. iur., Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht und Insolvenzrecht unter besonderer Berücksichtigung ihrer europäischen Bezüge an der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg

\*\*) Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Insolvenzrecht unter besonderer Berücksichtigung ihrer europäischen Bezüge an der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg